

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA

THIAGO MEIRELLES

**A GOVERNANÇA CORPORATIVA, ANÁLISE DO DESEMPENHO FINANCEIRO E
A GERAÇÃO DE VALOR AOS ACIONISTAS: um estudo das Companhias de
Capital Aberto que aderiram as práticas de Governança Corporativa**

**FLORIANÓPOLIS
2005**

THIAGO MEIRELLES

**A GOVERNANÇA CORPORATIVA, ANÁLISE DO DESEMPENHO FINANCEIRO E
A GERAÇÃO DE VALOR AOS ACIONISTAS: um estudo das Companhias de
Capital Aberto que aderiram as práticas de Governança Corporativa**

Trabalho de Conclusão de Estágio
apresentado à disciplina Estágio
Supervisionado – CAD 5236, como
requisito parcial para obtenção do grau de
Bacharel em Administração pela
Universidade Federal de Santa Catarina,
área de concentração em Administração
Financeira.

Prof. Orientador: Alexandre Marino Costa

Prof. Co-Orientador: Ricardo José Araújo
de Oliveira.

**FLORIANÓPOLIS
2005**

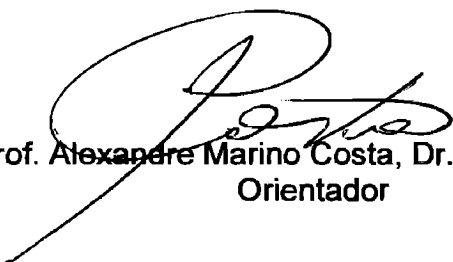
**A GOVERNANÇA CORPORATIVA, ANÁLISE DO DESEMPENHO FINANCEIRO E
A GERAÇÃO DE VALOR AOS ACIONISTAS: um estudo das Companhias de
Capital Aberto que aderiram as práticas de Governança Corporativa**

THIAGO MEIRELLES

Este Trabalho de Conclusão de Estágio foi julgado adequado e aprovado em sua forma final pela Coordenadoria de Estágios do Departamento de Ciências da Administração da Universidade Federal de Santa Catarina, em 21 de junho de 2005.

**Prof. Mário de Souza Almeida, Dr. – CAD/UFSC
Coordenador de Estágio**

Apresentada à Banca Examinadora integrada pelos professores:



**Prof. Alexandre Marino Costa, Dr. – CAD/UFSC
Orientador**

**Prof. Ricardo José Araújo de Oliveira, Dr. – CNM/UFSC
Co-orientador**

**Prof. Gilberto de Oliveira Moritz, Dr. – CAD/UFSC
Membro da Banca**

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho a minha mãe Adélia, a meu pai Moraci, a minha irmã Thais e a minha avó Lazara que não se encontra mais entre nós.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a meus pais sempre presentes.

Aos meus amigos, em especial ao Pinz e ao Márcio, grandes colegas e companheiros de RU, CS e RPG.

Ao orientador Prof. Adm. Alexandre Marino Costa e ao co-orientador Prof. Ricardo José Araújo de Oliveira pela ajuda, atenção e paciência na elaboração deste trabalho.

Aos professores do Curso de Ciências da Administração como um todo, pois se não fosse pela ajuda de cada um eu não estaria aqui.

Ah! Não posso esquecer das Tias do RU!

“Nasceste no lar que precisavas, vestiste o corpo físico que merecias, moras onde melhor Deus te proporcionou, de acordo com teu adiantamento. Possuis os recursos financeiros coerentes com as tuas necessidades, nem mais, nem menos, mas o justo para as tuas lutas terrenas. Teu ambiente de trabalho é o que elegeste espontaneamente para a tua realização. Teus parentes, amigos são as almas que atraístes, com tua própria afinidade. Portanto, teu destino está constantemente sobre teu controle. Tu escolhes, recolhes, eleges, atraís, buscas, expulsas, modificas tudo aquilo que te rodeia a existência. Teus pensamentos e vontades são a chave de teus atos e atitudes... São as fontes de atração e repulsão na tua jornada vivência. Não reclames nem te faças de vítima. Antes de tudo, analisa e observa. A mudança está em tuas mãos. Reprograme tua meta, busque o bem e viverás melhor. Embora ninguém possa voltar atrás e fazer um novo começo, qualquer um pode começar agora e fazer um novo fim”.

Autoria atribuída a Chico Xavier

RESUMO

MEIRELLES, Thiago. A Governança Corporativa, Análise do Desempenho Financeiro e a Geração de Valor aos Acionistas: um estudo das Companhias de Capital Aberto que aderiram as práticas de Governança Corporativa. 2005. 144 f..Trabalho de Conclusão de Estágio (Graduação em Administração). Curso de Administração, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2005.

Professor Orientador: Alexandre Marino Costa

Neste trabalho, busca-se identificar qual a influência da Governança Corporativa nos indicadores financeiros das companhias listadas no Novo Mercado, nível mais alto de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo. O estudo foi realizado através de pesquisa bibliográfica, onde se fez um resgate teórico sobre Governança Corporativa e um breve histórico sobre ela, e pesquisa documental, coletando as informações repassadas pelas empresas ao mercado. O faturamento das empresas estudadas, em 2004, ficou em torno de R\$ 23 bilhões. Foram comparados os períodos pré e pós Governança Corporativa para determinar a sua influência. Como resultado, percebem-se diferenças nos indicadores financeiros das organizações entre os dois períodos, assim confirmando que a Governança Corporativa tem influência sobre as finanças das organizações.

Palavras-chave: Mercado de Capitais; BOVESPA; Governança Corporativa; e, Novo Mercado.

ABSTRACT

MEIRELLES, Thiago. The Corporate Governance, Analysis of the Financial Performance and the Generation of Value to the Shareholders: a study of the Anonymous Societies that had adhered the practical ones of Corporate Governance. 2005. 144 p.. Work of Conclusion of Period of training (Graduation on Business Administration). Course of Business Administration, Federal University of Saint Catherine, Florianópolis, 2005.

Orienting Professor: Alexandre Marino Costa

In this work, one searches to identify the influence of the Corporate Governance in the financial pointers of the companies listed in the New Market, higher level of Corporate Governance of the Stock Exchange of São Paulo (BOVESPA). The study it was carried through bibliographical research, with a theoretical rescue about Corporate Governance and a brief historic about it, and documentary research, gathering the information repassed by the companies to the market. The invoicing of the studied companies, in 2004, was around R\$ 23 billions. The periods had been compared before and after Corporate Governance to determine its influence. As result, differences in the financial pointers of the organizations between the two periods are perceived, thus confirming that the Corporate Governance has influence on the finances of the organizations.

Keywords: Stock Market; BOVESPA; Corporate Governance; and, New Market.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Conseqüências de uma boa Governança Corporativa.....	23
Figura 2: Áreas da Análise Financeira	38
Figura 3: Modelo de Governança da CCR RODOVIAS	71
Figura 4: Estrutura Societária.....	90
Figura 5: Composição do Conselho de Administração.....	104
Figura 6: Composição da Diretoria.....	105

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Índices de Liquidez	75
Gráfico 2: Endividamento	76
Gráfico 3: Posicionamento de Atividade.....	77
Gráfico 4: Rentabilidade.....	78
Gráfico 5: Índices de Liquidez	86
Gráfico 6: Endividamento	87
Gráfico 7: Posicionamento de Atividade.....	88
Gráfico 8: Rentabilidade.....	89
Gráfico 9: Índices de Liquidez	96
Gráfico 10: Endividamento	97
Gráfico 11: Posicionamento de Atividade.....	98
Gráfico 12: Rentabilidade.....	99
Gráfico 13: Índices de Liquidez	106
Gráfico 14: Endividamento	107
Gráfico 15: Posicionamento de Atividade.....	108
Gráfico 16: Rentabilidade.....	109
Gráfico 17: Índices de Liquidez	115
Gráfico 18: Endividamento	116
Gráfico 19: Posicionamento de Atividade.....	117
Gráfico 20: Rentabilidade.....	118
Gráfico 21: Índices de Liquidez	122
Gráfico 22: Endividamento	123
Gráfico 23: Posicionamento de Atividade.....	124
Gráfico 24: Rentabilidade.....	125
Gráfico 25: Índices de Liquidez	130
Gráfico 26: Endividamento	131
Gráfico 27: Posicionamento de Atividade.....	132
Gráfico 28: Rentabilidade.....	133
Gráfico 29: IBOVESPA x IGC.....	138

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Período de Análise dos Indicadores Financeiros	53
Tabela 2: Empresas Listadas no Nível 1	56
Tabela 3: Empresas listadas no Nível 2	59
Tabela 4: Empresas Listadas no Novo Mercado	59
Tabela 5: Concessões exploradas pela CCR RODOVIAS	67
Tabela 6: Posição Acionária da CCR RODOVIAS	69
Tabela 7: Composição do Conselho de Administração	72
Tabela 8: Composição da Diretoria	73
Tabela 9: Índices de Liquidez	74
Tabela 10: Endividamento	76
Tabela 11: Posicionamento de Atividade	77
Tabela 12: Rentabilidade	78
Tabela 13: Composição do Conselho de Administração da SABESP	83
Tabela 14: Composição da Diretoria da SABESP	84
Tabela 15: Índices de Liquidez	85
Tabela 16: Endividamento	86
Tabela 17: Posicionamento de Atividade	88
Tabela 18: Rentabilidade	89
Tabela 19: Membros do Conselho de Administração	94
Tabela 20: Membros da Diretoria de Administração	95
Tabela 21: Índices de Liquidez	96
Tabela 22: Endividamento	97
Tabela 23: Posicionamento de Atividade	98
Tabela 24: Rentabilidade	99
Tabela 25: Índices de Liquidez	106
Tabela 26: Endividamento	107
Tabela 27: Posicionamento de Atividade	108
Tabela 28: Rentabilidade	109
Tabela 29: Composição do Conselho de Administração	113
Tabela 30: Composição da Diretoria	114
Tabela 31: Índices de Liquidez	115
Tabela 32: Endividamento	116
Tabela 33: Posicionamento de Atividade	117
Tabela 34: Rentabilidade	118

Tabela 35: Índices de Liquidez.....	121
Tabela 36: Endividamento.....	122
Tabela 37: Posicionamento de Atividade	123
Tabela 38: Posicionamento de Atividade	124
Tabela 39: Composição do Conselho de Administração.....	128
Tabela 40: Composição da Diretoria	129
Tabela 41: Índices de Liquidez.....	130
Tabela 42: Endividamento.....	131
Tabela 43: Posicionamento de Atividade	132
Tabela 44: Rentabilidade	133
Tabela 45: Índices de Liquidez.....	134
Tabela 46: Endividamento.....	135
Tabela 47: Posicionamento de Atividade	135
Tabela 48: Rentabilidade	136

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ABRASCA	Associação Brasileira das Empresas de Capital Aberto
AC	Ativo Circulante
ANS	Agência Nacional de Saúde Suplementar
AMFORP	<i>American Foreign Power</i>
APIMEC	Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais
ARLP	Ativo Realizável a Longo Prazo
AT	Ativo Total
BACEN	Banco Central
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BP	Balanço Patrimonial
CalPERS	<i>California Public Employers Retirement System</i>
CEO	Executivo Principal
CII	<i>Council of Institutional Investors</i>
CREF	<i>College Retirement Fund</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFN	Demonstrações Financeiras Padronizadas
DRE	Demonstração do Resultado do Exercício
E	Estoque
EUA	Estados Unidos da América
GCPCT	Garantia do Capital Próprio ao Capital de Terceiros
GRI	<i>Global Reporting Initiative</i>
IAN	Informações Anuais
IAS	<i>International Accounting Standards Committee</i>
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBOVESPA	Índice BOVESPA
IGC	Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada
ITR	Informações Trimestrais
LC	Liquidez Corrente
LG	Liquidez Geral
LI	Liquidez Imediata

LL	Lucro Líquido
LS	Liquidez Seca
OECD	<i>Organization for Economic Cooperation and Development</i>
PA	Posicionamento de atividade
PC	Passivo Circulante
PCTRT	Participação do Capital de Terceiros sobre os Recursos Totais
PELP	Passivo Exigível a longo Prazo
PL	Patrimônio Líquido
PMPF	Prazo Médio de Pagamento de Fornecedores
PMRE	Prazo Médio de renovação de Estoque
PMRV	Prazo Médio de recebimento de Vendas
ROE	<i>Return On Equity</i>
ROI	<i>Return On Investment</i>
SPC	Secretaria de Previdência Complementar
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
SWIB	<i>State of Wisconsin Investment Board</i>
TRI	Taxa de Retorno sobre o Investimento
TRLP	Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido
USA	<i>United Shareholders Association</i>
US GAAP	<i>United States Generally Accepted Accounting Principles</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	18
1.1 Contextualização e Apresentação do Tema	18
1.2 Objetivos da Pesquisa.....	19
1.2.1 Objetivo Geral.....	19
1.2.2 Objetivos Específicos	20
1.3 Justificativa	20
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	22
2.1 A Governança Corporativa: Definições e Fundamentos.....	22
2.1.1 A Governança Corporativa no Mundo.....	24
2.1.2 A Governança Corporativa no Brasil.....	27
2.1.3 Princípios Básicos da Governança Corporativa	34
2.1.4 Áreas de Influência da Governança Corporativa.....	35
2.2 Indicadores Financeiros.....	38
2.2.1 Índices de Liquidez	39
2.2.1.1 Índice de Liquidez Corrente (LC).....	39
2.2.1.2 Índice de Liquidez Seca (LS)	40
2.2.1.3 Índice de Liquidez Geral (LG)	41
2.2.1.4 Índice de Liquidez Imediata	41
2.2.2 Índices de Endividamento	42
2.2.2.1 Participação de Capitais de Terceiros sobre Recursos Totais (PCTRT)	42
2.2.2.2 Garantia do Capital Próprio ao Capital de Terceiros (GCPCT)	43
2.2.2.3 Composição de Endividamento (CE)	43
2.2.3 Índices de Eficiência Operacional	44
2.2.3.1 Prazo Médio de Recebimento de Vendas (PMRV)	45
2.2.3.2 Prazo Médio de Pagamento de Fornecedores (PMPF)	45
2.2.3.3 Prazo Médio de Renovação de Estoques (PMRE)	46
2.2.3.4 Posicionamento de Atividade (PA)	46
2.2.4 Índices de Rentabilidade	47
2.2.4.1 Taxa de Retorno sobre Investimentos (TRI).....	47
2.2.4.2 Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido (TRPL)	48
3 METODOLOGIA	49
3.1 Natureza das Variáveis Aplicadas.....	49

3.2 Tipo de Pesquisa	50
3.3 Tipos de Coleta de Dados	51
3.4 Análise dos Dados.....	52
3.5 Limitações da Pesquisa	53
4 NOVO MERCADO E NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BOVESPA	55
4.1 Nível 1 de Governança Corporativa	55
4.2 Nível 2 de Governança Corporativa	58
4.3 Novo Mercado.....	59
4.3.1 Regulamento de Listagem do Novo Mercado.....	62
4.3.1.1 Autorização Para Negociação no Novo Mercado	62
4.3.1.2 Conselho de Administração da Companhia.....	63
4.3.1.3 Conselho Fiscal da Companhia.....	64
4.3.1.4 Arbitragem.....	64
5 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS.....	66
5.1 CCR RODOVIAS – Companhia de Concessões Rodoviárias.....	66
5.1.1 Histórico.....	68
5.1.2 Diretrizes de Governança Corporativa.....	69
5.1.2.1 Modelo de Governança	70
5.1.2.2 Estrutura Administrativa	71
5.1.2.2.1 Conselho de Administração	72
5.1.2.2.2 Diretoria Executiva	73
5.1.3 Análise das Demonstrações Financeiras.....	74
5.1.3.1 Liquidez	74
5.1.3.2 Endividamento	75
5.1.3.3 Eficiência Operacional	77
5.1.3.4 Rentabilidade	78
5.2 SABESP – Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo.....	79
5.2.1 Histórico.....	80
5.2.2 Diretrizes de Governança Corporativa.....	81
5.2.2.1 Estrutura Administrativa	83
5.2.2.1.1 Conselho de Administração	83
5.2.2.1.2 Diretoria Executiva	84
5.2.3 Análise das Demonstrações Financeiras.....	85

5.2.3.1	Liquidez	85
5.2.3.2	Endividamento	86
5.2.3.3	Eficiência Operacional	87
5.2.3.4	Rentabilidade	88
5.3	<i>CPFL ENERGIA – CPFL Energia S. A.</i>	89
5.3.1	<i>Histórico</i>	91
5.3.2	<i>Diretrizes de Governança Corporativa</i>	91
5.3.2.1	Estrutura Administrativa	92
5.3.2.1.1	Conselho de Administração	92
5.3.2.1.2	Diretoria Executiva	94
5.3.3	<i>Análise das Demonstrações Financeiras</i>	95
5.3.3.1	Liquidez	95
5.3.3.2	Endividamento	97
5.3.3.3	Eficiência Operacional	98
5.3.3.4	Rentabilidade	99
5.4	<i>DASA – Diagnósticos da América S. A.</i>	100
5.4.1	<i>Histórico</i>	101
5.4.2	<i>Diretrizes de Governança Corporativa</i>	102
5.4.2.1	Estrutura Administrativa	103
5.4.2.1.1	Conselho de Administração	103
5.4.2.1.2	Diretoria Executiva	104
5.4.3	<i>Análise das Demonstrações Financeiras</i>	105
5.4.3.1	Liquidez	105
5.4.3.2	Endividamento	107
5.4.3.3	Eficiência Operacional	108
5.4.3.4	Rentabilidade	108
5.5	<i>GRENDENE –Grendene S. A.</i>	109
5.5.1	<i>Histórico</i>	110
5.5.2	<i>Diretrizes de Governança Corporativa</i>	111
5.5.2.1	Estrutura Administrativa	112
5.5.2.1.1	Conselho de Administração	112
5.5.2.1.2	Diretoria Executiva	113
5.5.3	<i>Análise das Demonstrações Financeiras</i>	115
5.5.3.1	Liquidez	115
5.5.3.2	Endividamento	116

5.5.3.3 Eficiência Operacional	117
5.5.3.4 Rentabilidade	118
<u>5.6 NATURA – Natura Cosméticos S. A.</u>	<u>119</u>
5.6.1 Diretrizes de Governança Corporativa	119
5.6.2 Análise das Demonstrações Financeiras.....	121
5.6.2.1 Liquidez	121
5.6.2.2 Endividamento	122
5.6.2.3 Eficiência Operacional	123
5.6.2.4 Rentabilidade	124
<u>5.7 PORTO SEGURO – Porto Seguro S. A.</u>	<u>125</u>
5.7.1 Diretrizes de Governança Corporativa	127
5.7.1. Estrutura Administrativa	127
5.7.1.1 Conselho de Administração	127
5.7.1.2 Diretoria Executiva	128
5.7.2 Análise das Demonstrações Financeiras.....	129
5.7.2.1 Liquidez	129
5.7.2.2 Endividamento	131
5.7.2.3 Eficiência Operacional	132
5.7.2.4 Rentabilidade	133
<u>5.8 Síntese dos Resultados</u>	<u>133</u>
5.8.1 Liquidez.....	134
5.8.2 Endividamento.....	135
5.8.3 Eficiência Operacional.....	135
5.8.4 Rentabilidade.....	136
5.8.5 Valor das Ações com Governança Corporativa Diferenciada.....	137
<u>6 CONSIDERAÇÕES FINAIS</u>	<u>139</u>
6.1 Conclusões	139
6.2 Recomendações	140
<u>REFERÊNCIAS.....</u>	<u>142</u>

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização e Apresentação do Tema

A revolução do governo corporativo se espalha pelo mundo capitalista de forma gradual e começa seu fortalecimento no Brasil, ao estabelecer princípios da nova ordem que vão reger o mundo dos negócios: a equidade (*fairness*), a prestação de contas (*accountability*) e a transparência (*disclosure*).

Para entender a causa desse novo modelo de governo corporativo, nada melhor que o entendimento dos vícios e erros do antigo regime. Os escândalos contábeis nas grandes corporações dos Estados Unidos da América (EUA), a manipulação de demonstrações contábeis, os empréstimos milionários a diretores e a cumplicidade das empresas de auditoria foram o reflexo mais claro da onipotência dos executivos.

Mas vale ressaltar, que o centro do governo corporativo está no chamado conflito de agência. O conflito de agência surge da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. Ou seja, o titular da propriedade delega o poder de decisão sobre essa propriedade ao “agente”. Contudo, os interesses daquele que administra a propriedade nem sempre são compatíveis e perfeitamente coerentes com os do titular da propriedade. Assim, diante desse conflito de interesses há a grande preocupação de criar mecanismos eficientes para garantir que as ações dos executivos sejam alinhadas e compatíveis com o interesse dos acionistas. Este conjunto de mecanismos eficientes para resolver o conflito de agência chama-se Governança Corporativa, que será objeto deste estudo.

Governança Corporativa, segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), é:

o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas / Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de Governança Corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Berle e Means (1932) definiram Governança Corporativa como o conjunto de mecanismos internos e externos que visam harmonizar a relação entre gestores e acionistas, dada a separação entre controle e propriedade.

Considerando o contexto abordado, com este trabalho, pretende-se responder ao seguinte problema de pesquisa: De que forma a adesão às práticas de Governança Corporativa influencia os indicadores financeiros das Companhias de Capital Aberto listadas no nível Novo Mercado de Governança da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA)?

1.2 Objetivos da Pesquisa

1.2.1 Objetivo Geral

Identificar a influência da Governança Corporativa nos indicadores financeiros das Companhias de Capital Aberto listadas no nível de Governança Corporativa Novo Mercado da BOVESPA até 31/12/2004.

1.2.2 Objetivos Específicos

- a) Apresentar os principais conceitos e elementos da Governança Corporativa;
- b) Identificar quais as Companhias que estão listadas no Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA;
- c) Verificar quais as práticas de Governança Corporativa adotadas pelas Companhias de Capital Aberto no Nível Novo Mercado da BOVESPA;
- d) Analisar as Demonstrações Financeiras das empresas listadas no Novo Mercado até 31/12/2004; e,
- e) Avaliar o desempenho das empresas através de índices financeiros.

1.3 Justificativa

Atualmente, a Governança Corporativa como campo de estudo tem uma abrangente discussão envolvendo conceitos das áreas de direito, contabilidade, finanças e economia – sendo que a combinação dos conceitos tem levado a várias questões e a um grande debate, tanto no campo teórico como no ambiente corporativo. Segundo Zingales (1998, p. 1), o próprio termo não existia na língua inglesa até o final dos anos 70, apesar das questões centrais terem sido apresentadas por Berle e Means.

A motivação para o foco na Governança Corporativa nas empresas parte do pressuposto de que a responsabilidade dos administradores como executivos em uma empresa é a de gerar riqueza ou de forma mais difundida, a de criar valor para os acionistas, como afirma Rappaport (1998, p. 1):

a avaliação de uma empresa com o objetivo de administrá-la com base no conceito de criação de valor é a questão principal de praticamente todos os executivos na atualidade, tornando a criação de valor para o acionista o padrão global para mensuração do desempenho do negócio.

A hipótese da maioria das pesquisas sobre Governança Corporativa é buscar descobrir uma estrutura mais eficiente de governança tentando diminuir a diferença entre o valor da companhia caso fosse operada de forma ótima e sua avaliação atual de mercado. O entendimento da estrutura de Governança Corporativa passa pelo entendimento da estrutura de propriedade da empresa, que afeta a composição do Conselho de Administração e as relações de agência.

Todo o movimento em torno da Governança Corporativa se justifica pela hipótese de que o assunto é importante para o desempenho e geração de valor aos acionistas. Como é este o questionamento desta pesquisa, justifica-se a contribuição para o tema dentro do campo da Administração de Empresas no Brasil. O entendimento e a adoção de melhores práticas de Governança Corporativa pelas empresas brasileiras poderia, caso confirmada a hipótese da sua importância, ser útil para ajudá-las a se tornarem mais eficientes e para desenvolver o mercado de capitais nacional.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste capítulo, apresenta-se a fundamentação teórica que serve como base para os estudos deste trabalho, onde são abordados as definições e os fundamentos da Governança Corporativa, seu histórico no Brasil e no Mundo, seus princípios básicos e suas áreas de influência dentro das organizações. São também descritos os indicadores financeiros utilizados neste estudo.

2.1 A Governança Corporativa: Definições e Fundamentos

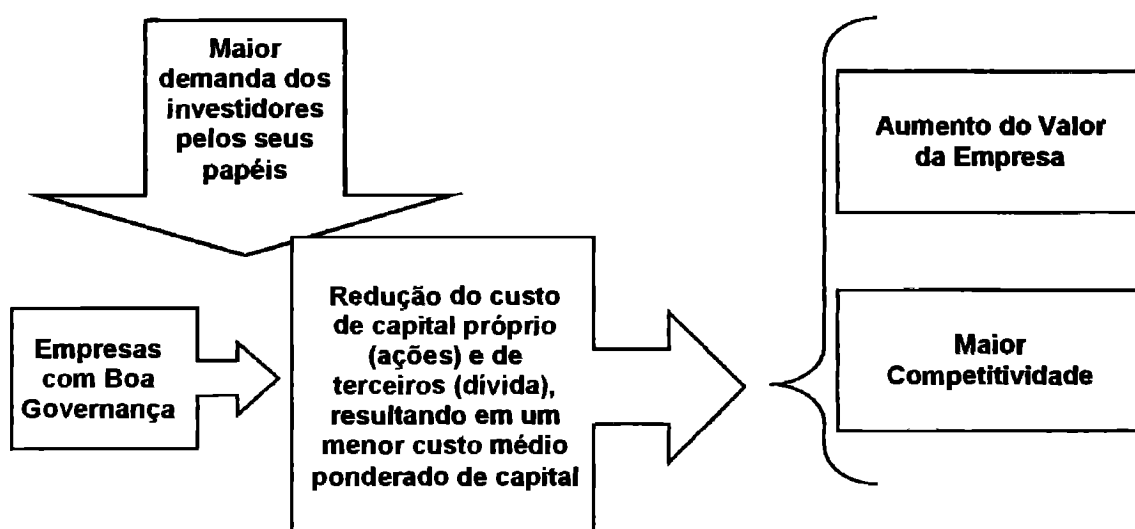
Sabendo-se que a Governança Corporativa surgiu para solucionar os conflitos de agência, podendo chamá-la de um novo paradigma da Administração, através de uma nova forma de conhecer, entender e dirigir as organizações. Não somente organizações de capital aberto, pois as práticas de Governança Corporativa podem ser adotadas por todos os tipos de organizações, desde órgãos governamentais a empresas do terceiro setor.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) explica a Governança Corporativa como o:

conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de Governança Corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Para os investidores, a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois a governança determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma. O objetivo é o aumento do valor da companhia, pois boas práticas de Governança Corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização.

Quando investidores financiam companhias, eles se sujeitam ao risco de apropriação indevida de parcela do lucro do seu investimento, por parte de acionistas controladores ou de administradores da companhia. A adoção de boas práticas de Governança Corporativa constitui, também, um conjunto de mecanismos através dos quais investidores, incluindo controladores, se protegem contra desvios de ativos por indivíduos que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia. “A Governança Corporativa é uma idéia capital e de extrema atualidade. Sem a seriedade necessária, nosso país dificilmente aumentará a sua credibilidade no cenário internacional” (LODI, 2000, p. 17).



Fonte: TORAIWA

Figura 1: Conseqüências de uma boa Governança Corporativa

Companhias com um sistema de governança que proteja todos os seus investidores tendem a ser mais valorizadas, porque os investidores reconhecem que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos.

2.1.1 A Governança Corporativa no Mundo

O movimento pela Governança Corporativa adquiriu grande força nos EUA, em meados da década de oitenta, e expandiu-se consideravelmente na década seguinte. Conforme observa Carlsson (2001, p. 22):

Durante os anos noventa, o termo Governança Corporativa tornou-se de uso comum, não apenas nas comunidades de negócios e finanças, mas também junto ao grande público. Como tantas outras novas idéias, tendências e modismos, a Governança Corporativa surgiu na Califórnia. [...] A partir da Califórnia, tornou-se mais do que apenas um fenômeno americano. Difundiu-se por todo o mundo – especialmente em meados dos anos noventa.

O caso Texaco constituiu, segundo Carlsson (2000), um dos mais importantes vetores de impulsão desse movimento. Em 1984, a diretoria e o conselho de administração da Texaco utilizaram uma prerrogativa legal norte-americana - o *American Companies Act* – para recomprar ações da companhia a um valor substancialmente acima do valor de mercado, de modo a evitar sua aquisição por parte de um acionista minoritário denominado *Bass Brothers*, visto como uma ameaça à posição corporativa de diretores e conselheiros. Segundo o autor, a

operação de compra custou aos acionistas da Texaco US\$ 137 milhões, correspondentes ao ágio pago aos minoritários da *Bass Brothers* pelas ações.

A operação citada provocou protestos veementes, inclusive na esfera política, e deflagrou o início de um movimento pelo *California Public Employers Retirement System (CalPERS)* -, um dos grandes fundos de pensão dos EUA, cujo conselho se posicionou: como investidor de longo prazo, o *CalPERS* não admitiria comportamento similar ao ocorrido na Texaco em outras companhias do seu portfólio de investimentos, esperando ainda que as mesmas adotassem práticas que resguardassem os direitos dos acionistas.

O *CalPERS* iniciou uma atuação mais agressiva, participando de reuniões de conselho para defender seus pontos de vista e usando a sua força política para lutar pelo aprimoramento de diversas questões relacionadas com o mercado de capitais norte-americano e às suas corporações. Carlsson (2001) destaca a introdução pelo *CalPERS* do conceito de *proprietário da ação (share owner)*, em contraposição ao conceito de *detentor da ação (shareholder)*, como forma de enfatizar os direitos dos acionistas das corporações.

Carlsson (2001) observa que o *CalPERS* não modificou sozinho a Governança Corporativa nos EUA, destacando sua habilidade em cooperar com outros participantes do movimento *pela Governança Corporativa*. Entidades como o *State of Wisconsin Investment Board (SWIB)* - e o *College Retirement Fund (CREF)*, um fundo de pensão de professores - também colaboraram com a criação do *Council of Institutional Investors – (CII)* - em 1985, a qual pode ser considerada marco inicial da Governança Corporativa nos EUA e no mundo.

A Governança Corporativa eclodiu em um ambiente caracterizado pela presença ostensiva dos investidores institucionais e pela militância de alguns dos

mesmos, conforme também reconhecem Hawley e Williams (2000). Carlsson (2001) demonstra que as ações do *CalPERS*, competente arregimentador de parcerias e competências, implicaram a criação de valor em diversas companhias nas quais a entidade interviu – preliminarmente, aquelas caracterizadas por mau desempenho e má Governança Corporativa.

Segundo Carlsson (2001), há evidências de que as corporações norte-americanas modificaram-se em função do movimento pela Governança Corporativa, como:

- A desativação da *United Shareholders Association* (USA);
- O maior respeito pelos investidores institucionais, em função da legitimidade conquistada pelo *CalPERS* com a criação de valor econômico por diversas companhias sob sua influência;
- A constatação de que grande parte das corporações norte-americanas tem diretrizes relativas a boas práticas de Governança Corporativa;
- A não necessidade de concentração de capital para fins de exercício de influência sobre as corporações (dito de outra forma: a consolidação do *capitalismo fiduciário*).

Se a década de noventa registrou grandes avanços da Governança Corporativa nos EUA, por intermédio de forças emergentes do próprio mercado de capitais, no início do novo milênio, eventos ocorridos em corporações como a *Enron Corporation* e a *WorldCom*, cujos administradores ocultaram dos investidores grandes perdas econômicas decorrentes de baixo desempenho, provocaram comoção e uma grande intervenção do Estado no mercado.

Políticos norte-americanos, preocupados com a crise de confiança decorrente dos escândalos citados, que colocaram em cheque o *modus operandi* do

capitalismo norte-americano, criaram e aprovaram o *Sarbanes-Oxley Act* (30/07/02), um dispositivo legal rigoroso, que impõe um conjunto de exigências de grande abrangência e impacto, inclusive, no Brasil e em outros países onde há companhias abertas listadas em bolsas de valores norte-americanas.

O movimento pela Governança Corporativa tem conquistado a adesão de importantes organizações. Para a *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD) (1999), Governança Corporativa refere-se aos meios internos através dos quais as organizações são operadas e controladas. A OECD (1999) argumenta, ao justificar sua proposta relativa a um conjunto de princípios de Governança Corporativa, que não há um modelo de boa Governança Corporativa, mas que, ao mesmo tempo, o trabalho desenvolvido em países-membro e dentro da OECD tem identificado elementos comuns que permeiam uma boa Governança Corporativa.

2.1.2 A Governança Corporativa no Brasil

Apesar das principais formas de constituição das companhias abertas no Brasil (empresas privadas nacionais, estatais e subsidiárias de multinacionais) gerarem diferentes modelos de governança, a análise de pesquisas sobre Governança Corporativa no Brasil realizadas pelo IBGC (2001) e pela MCKINSEY & COMPANY e KORN/FERRY INTERNATIONAL (2001), permite traçar um modelo geral de Governança Corporativa para as empresas brasileiras listadas em bolsa, com as seguintes características:

- Estrutura de propriedade com forte concentração das ações com direito a voto (ordinárias) e alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais);
- Empresas com controle familiar ou compartilhado por alguns poucos investidores alinhados por meio de acordo de acionistas para resolução das questões relevantes;
- Presença de acionistas minoritários pouco ativos;
- Alta sobreposição entre propriedade e gestão, com os membros do conselho representando os interesses dos acionistas controladores;
- Pouca clareza na divisão dos papéis entre conselho e diretoria, principalmente nas empresas familiares;
- Escassez de conselheiros profissionais no conselho de administração;
- Remuneração dos conselheiros como fator pouco relevante; e,
- Estrutura informal do conselho de administração, com ausência de comitês para tratamento de questões específicas, como auditoria ou sucessão.

A forte concentração das ações com direito a voto é característica fundamental do modelo de governança das companhias abertas brasileiras, com uma ausência quase total de empresas com estruturas de propriedade pulverizadas. Segundo Monaco (2000, p.133), os acionistas controladores detêm, em média, 88% das ações, com direito a voto, emitidas. Já Leal e Valadares (2002, p.9) constataam que o maior acionista possui, em média, 58% das ações ordinárias, enquanto os três maiores acionistas juntos possuem 78% destas ações. A alta concentração da propriedade (posse de ações) e do controle (tomada de decisão) das companhias, aliada à baixa proteção legal dos acionistas, faz com que o principal conflito de

agência no país se dê entre acionistas controladores e minoritários, e não entre acionistas e gestores, como nos países anglos-saxões com estrutura de propriedade pulverizada.

Outra característica importante do modelo de governança das companhias abertas brasileiras é o alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais). Segundo Leal e Valadares (2002, p.10), apenas 11% das companhias abertas não lançam mão deste artifício, que compreende, em média, 46% do capital total das companhias abertas. Como resultado, os autores argumentam que a emissão de ações preferenciais atua como o principal mecanismo de separação entre a propriedade e controle nas companhias, permitindo aos acionistas majoritários manterem o controle com uma participação menor no capital da empresa e, conseqüentemente, aumentando o incentivo para expropriação da riqueza dos pequenos investidores.

Desta forma, os benefícios de se ter um grande acionista controlador, principalmente como monitor mais eficaz dos gestores da companhia, por ter grande parte dos seus recursos nela alocados, são reduzidos em grande parte no Brasil pois, apesar da grande concentração das ações ordinárias, a emissão de grande percentual de ações sem direito a voto (ações preferenciais) e a utilização de esquemas piramidais (*holdings* que controlam *holdings* que controlam empresas) faz com que muitos controladores sejam, de fato, acionistas minoritários das empresas controladas, por não possuírem a maioria do capital social da empresa. Esta situação gera uma combinação de muito poder com baixa alocação de recursos próprios na empresa, diminuindo os benefícios de se ter um acionista controlador.

Como decorrência da grande concentração de poder, os membros do Conselho de Administração são em sua grande maioria indicados pelo acionista

controlador. Esta situação reduz a possibilidade de uma postura ativa e independente dos conselhos, que é necessária para o cumprimento de suas atribuições legais de fixação da orientação geral dos negócios e fiscalização da gestão dos executivos em prol de todos os acionistas.

Nas empresas familiares, em geral, os conselheiros não são profissionais, sendo indicados pelo controlador por laços familiares ou pessoais, prejudicando a qualidade da análise das questões estratégicas da companhia. Nas companhias abertas recém privatizadas ou subsidiárias de multinacionais, o conselho em grande parte é composto por executivos estrangeiros da matriz, com pouca disponibilidade para tratamento das questões da subsidiária nacional. Nas empresas estatais, geralmente o conselho é composto por ocupantes de altos cargos públicos indicados por razões políticas, com baixa disponibilidade para tratamento das questões corporativas. A constatação de Monaco (2000, p.158), de que, em média, as estatais possuem 2,25 conselheiros a mais do que as empresas de controle privado nacional, sugere um papel mais político e de representatividade a diversos segmentos nos conselhos das empresas estatais. Em todos os tipos de empresas, a maioria dos membros do conselho é composta por pessoas externas às empresas mas não profissionais, resultando em baixa quantidade de informação sobre a empresa e na presença de conflito de interesse pela defesa de algum acionista em específico. Estas características dos conselheiros prejudicam o desempenho do conselho na defesa do interesse de todos os acionistas.

A remuneração variável dos conselheiros, fator considerado importante pelos principais códigos de governança como motivador para um melhor desempenho do conselho, não é adotada pela grande maioria das empresas

brasileiras, corroborando a hipótese de um papel mais consultivo e figurativo do que profissional por parte do órgão.

Algumas mudanças ocorridas nos anos noventa, como o aumento da competitividade decorrente da maior estabilidade econômica e abertura de mercado, além da maior dificuldade de obtenção de financiamento estatal, têm levado as empresas brasileiras a uma necessidade crescente de acesso aos mercados de capitais nacionais e internacionais. Esta necessidade de obtenção de recursos ao menor custo possível tem motivado as empresas a adotarem novas práticas de Governança Corporativa, pressionando o atual modelo de governança brasileiro, principalmente nos aspectos de maior consideração dos interesses dos acionistas minoritários, maior transparência das informações ao mercado e profissionalização do Conselho de Administração.

Além dos incentivos de mercado decorrentes do aumento da competitividade, algumas iniciativas institucionais e governamentais também vêm contribuindo para a melhoria das práticas de governança pelas empresas brasileiras, entre as quais:

- A criação do IBGC, em 1995;
- A aprovação da lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001, conhecida como a Nova Lei das S. A.'s;
- A criação dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e do Novo Mercado pela BOVESPA;
- O estabelecimento de novas regras pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC) para definição dos limites de aplicação dos recursos dos fundos de pensão; e,

- A definição, pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), da adoção de práticas de boa Governança Corporativa como um dos requisitos preferenciais para a concessão de financiamentos.

O IBGC foi criado em 1995 com o objetivo de melhorar a Governança Corporativa no Brasil, sendo a única organização da América Latina totalmente focada na discussão do tema. Em 1995 o IBGC lançou o primeiro "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa" do país, abordando temas como o relacionamento entre controladores e minoritários e diretrizes para o funcionamento do Conselho de Administração.

Este código foi revisado em 2002, sendo a versão atual dividida em seis temas: propriedade, Conselho de Administração, função do Presidente, Auditoria, Conselho Fiscal e ética / conflito de interesses. O tema sobre a propriedade lida primordialmente com o combate ao desequilíbrio de poder entre os acionistas. Para amenizá-lo, o código recomenda que as empresas tenham apenas ações com direito a voto. Àquelas que já possuem grande parte do capital composto por ações preferenciais, a recomendação seria atribuir-lhes esse direito. Nas situações de transferência do controle, o IBGC sugere que a empresa estabeleça em estatuto a obrigatoriedade de que o comprador ofereça a todos os acionistas o direito de vender ações pelo mesmo preço a ser pago ao controlador, direito este conhecido como *tag along*. Se a intenção for fechar o capital, o código prevê que as ofertas públicas para retirada das ações do mercado sejam feitas pelo valor econômico, a partir de estudo elaborado por empresa independente. O código também define regras para o acordo de acionistas, com o objetivo de igualar os níveis de

informação. Segundo o IBGC, o acordo de acionistas deve estar disponível para conhecimento de todos os acionistas.

O código do IBGC também faz diversas recomendações sobre a transparência das informações ao mercado, recomendando que a remuneração de cada um dos conselheiros e diretores deva estar expressa no relatório anual e que toda informação que possa influenciar decisões de investimento deva ser divulgada simultaneamente para todos os acionistas. O Instituto sugere ainda que as demonstrações financeiras sejam apresentadas sob as normas internacionais. Com relação ao Conselho Fiscal, o IBGC trata-o como uma criação brasileira para preencher uma lacuna nas atividades do conselho, afirmando que o Conselho Fiscal não precisaria existir, caso o Conselho de Administração desempenhasse bem as suas funções. Com relação aos serviços de auditoria, o IBGC chama atenção para a possível perda de independência quando uma mesma companhia oferecer serviços simultâneos de auditoria e consultoria.

A Nova Lei das S. A.'s, promulgada no final de 2001 e com vigência a partir de março de 2002, visa, por meio do estabelecimento de novas regras de funcionamento às Sociedades Anônimas, promover maior proteção aos acionistas ordinaristas minoritários e preferencialistas. Entre as principais alterações, estão:

- A obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações pelo valor econômico aos ordinaristas minoritários, em caso de: cancelamento do registro de companhia aberta, elevação da participação acionária à porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, ou em caso de fusão ou aquisição;
- A obrigatoriedade do adquirente do controle de companhia aberta de realizar oferta pública de aquisição das ações ordinárias dos demais

acionistas da companhia, em caso de alienação direta ou indireta de controle, sendo assegurado a estes acionistas minoritários, preço equivalente a, no mínimo, 80% do valor pago pelo adquirente pelas ações representativas do bloco de controle;

- O direito dos preferencialistas elegerem um membro para o conselho de administração, desde que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social da companhia;
- O direito dos acionistas minoritários elegerem um membro para o conselho de administração, desde que representem, no mínimo, 15% do total das ações com direito a voto;
- A possibilidade de participação no conselho de administração de representantes dos empregados, facultada a decisão à empresa;
- A limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas, ao invés dos 67% anteriores, para as sociedades anônimas instituídas após a publicação da lei;
- O fortalecimento da CVM, concedendo ao órgão maior independência funcional e financeira; e,
- A possibilidade de o estatuto social prever a arbitragem como mecanismo de solução das divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, propiciando uma forma mais rápida para resolução de conflitos.

2.1.3 Princípios Básicos da Governança Corporativa

De acordo com o IBGC (2000, p. 9), os quatro princípios que norteiam seu código, e por que não dizer a Governança Corporativa, são:

- **Transparência:** pode-se dizer que a transparência é o principal pilar da Governança Corporativa. Mais do que a obrigação de informar, obrigação esta determinada pela Lei das S. A.'s, a administração deve cultivar a vontade de informar, sabendo que a boa comunicação interna e externa, franca e rápida, resulta em um clima de confiança. As informações que a empresa irá divulgar, não deve ser somente a informação exigida por lei, mas toda e qualquer informação que seja pertinente ao negócio e que crie valor para a organização;
- **Eqüidade:** caracteriza-se pelo tratamento igualitário de todos os sócios minoritários e partes interessadas (*stakeholders*). Atitudes ou políticas discriminatórias são totalmente inaceitáveis;
- **Prestação de Contas:** os agentes da Governança Corporativa devem prestar contas de sua atuação a quem os elegeu (acionistas) e responder integralmente por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos; e,
- **Responsabilidade Corporativa:** conselheiros e executivos devem zelar pela perenidade das empresas, portanto, incorporando mecanismos de ordem social e ambiental na definição de negócios e operações.

2.1.4 Áreas de Influência da Governança Corporativa

A Governança Corporativa possui 7 grandes áreas de influência nas organizações, que são:

- **Propriedade:** cada sócio é proprietário da organização. Aqui, utiliza-se o princípio de que cada ação é um voto, por isto, as empresas que pretendem efetuar a abertura de seu capital a devem fazer utilizando-se ações ordinárias. A vinculação proporcional entre poder de voto e participação no capital é fundamental para favorecer o alinhamento de interesse entre todos os sócios;
- **Conselho de Administração:** o conselho de administração deve proteger e valorizar o patrimônio, bem como maximizar o retorno do investimento. Dentre todas as competências do Conselho de Administração, deve destacar-se a definição da estratégia, a eleição e a destituição do principal executivo (CEO), o acompanhamento da gestão, o monitoramento dos riscos e a indicação e substituição dos auditores independentes;
- **Gestão:** sendo o CEO responsável pela execução das diretrizes traçadas pelo Conselho de Administração, ele também é o responsável por manter a transparência, prestação de contas, relacionamento com os *stakeholders* e pelo controle internos.
- **Auditoria Independente:** a atribuição básica da auditoria independente é verificar se as demonstrações financeiras refletem adequadamente a realidade da organização. Os auditores independentes devem expressar opinião sobre se as demonstrações elaboradas pela Diretoria

apresentam a real posição patrimonial e financeira e os resultados do período;

- **Conselho Fiscal:** não sendo um órgão obrigatório pela legislação, o Conselho Fiscal tem a função de fiscalizar os atos dos administradores, opinar sobre determinadas questões e dar informações aos sócios (agindo como controle independente para os sócios);
- **Conduta:** como uma prática de boa Governança Corporativa, o Código de Conduta, é a base das ações dos administradores e funcionários, sendo o código elaborado pela Diretoria de acordo com os princípios e políticas definidos pelo Conselho de Administração e por este aprovado. O Código de Conduta deve abranger principalmente os seguintes temas, conforme o IBGC (2003, p. 43): cumprimento das leis e pagamento de tributos, pagamentos ou recebimentos questionáveis, conflito de interesses, informações privilegiadas, política de negociação das ações da empresa, processos judiciais, arbitragem e prevenção e tratamento de fraudes; e,
- **Conflito de Interesses:** há conflito de interesses quando uma pessoa tem interesses discordantes ao da sociedade. Esta pessoa deve manifestar-se quanto a este conflito sob pena de outra pessoa fazê-lo. É dever do Conselho de Administração o monitoramento e administração dos conflitos de interesses dos executivos, dos membros do Conselho e dos sócios, de forma a evitar o mau uso dos ativos da sociedade e abusos entre transações entre partes relacionadas.

2.2 Indicadores Financeiros

As Demonstrações Contábeis das organizações são largamente utilizadas, não somente elas, para estudar e analisar a sua situação por intermédio de indicadores financeiros.

Na a análise financeira, para se conhecer a situação econômico-financeira de uma empresa, é necessário o estudo de três pontos fundamentais, que são:

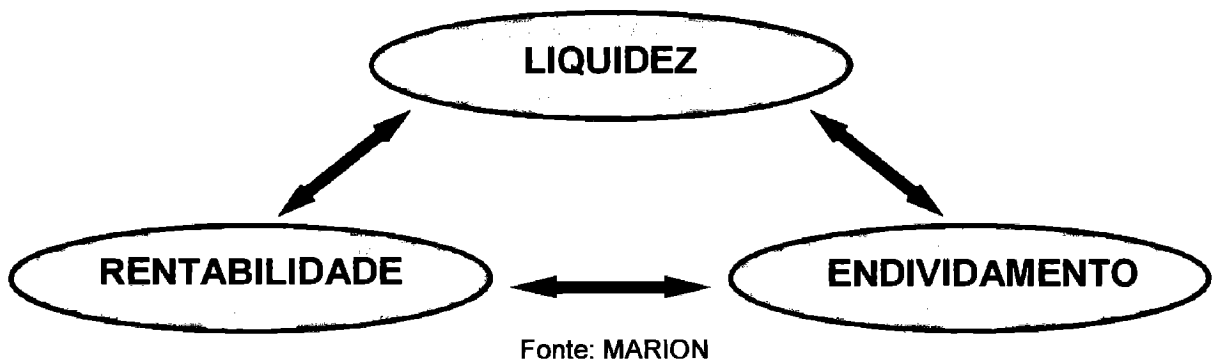


Figura 2: Áreas da Análise Financeira

São utilizados, para a análise destas três áreas, Balanços Patrimoniais (BP) e Demonstrações do Resultado do Exercício (DRE). Gitman (1997, p. 102) coloca que “a análise por meio de índices envolve os métodos de cálculo e a interpretação dos índices financeiros, para avaliar o desempenho e a situação da empresa”.

Matarazzo (1989, p. 49) descreve o Balanço Patrimonial como a demonstração que apresenta todos os bens e direitos da empresa, assim como as obrigações. E a Demonstração do Resultado do Exercício “fornece um resumo financeiro dos resultados das operações da empresa durante um período específico” (GITMAN, 1997, p. 71).

Para que a análise financeira de uma empresa seja realizada com a maior acuidade possível, deve-se fazer a análise com a interpretação conjunta de todos os índices disponíveis.

2.2.1 Índices de Liquidez

Pode-se definir Liquidez como sendo a capacidade da empresa em pagar pontualmente seus compromissos financeiros a curto prazo através da realização de seus Ativos. Corroborando com isso, Marion (2002, p. 83) explica que os índices de liquidez “são utilizados para avaliar a capacidade de pagamento da empresa, isto é, constituem uma apreciação sobre se a empresa tem capacidade para saldar seus compromissos”. Essa capacidade de pagamento pode ser avaliada, considerando: longo prazo (liquidez geral), curto prazo (liquidez corrente e seca) e prazo imediato (liquidez imediata).

2.2.1.1 Índice de Liquidez Corrente (LC)

O Índice de Liquidez Corrente mede a capacidade da organização em honrar suas dívidas a curto prazo, conforme a seguinte fórmula:

$$LC = \frac{\text{Ativo Circulante (AC)}}{\text{Passivo Circulante (PC)}} \quad (1)$$

Interpreta-se o resultado considerando que a cada unidade monetária de Passivo Circulante tem-se n unidades monetárias de Ativo Circulante. Obter índice de liquidez corrente menor que 1, significa que a empresa não possui capacidade de honrar seus compromissos no momento. Índice maior que 1 quer dizer que a organização pode pagar suas dívidas, mas não quer dizer que isto irá ocorrer imediatamente.

2.2.1.2 Índice de Liquidez Seca (LS)

O Índice de Liquidez Seca mede a capacidade da organização em honrar suas dívidas a curto prazo, desconsiderando os estoques, pois os mesmos são a conta do Ativo Circulante de maior tempo de conversão em dinheiro. Podendo ser calculado conforme a seguinte fórmula:

$$LS = \frac{AC - \text{Estoque (E)}}{PC} \quad (2)$$

A interpretação deste índice procede-se da mesma forma que o índice de liquidez corrente, só que considerando pagamento de dívidas imediatas que não podem esperar pela transformação de estoques em disponível.

2.2.1.3 Índice de Liquidez Geral (LG)

O Índice de Liquidez Geral mede a capacidade da organização em honrar suas dívidas a curto prazo e longo prazo, conforme a seguinte fórmula:

$$LG = \frac{AC + \text{Ativo Realizável a Longo Prazo (ARLP)}}{PC + \text{Passivo Exigível a Longo Prazo (PELP)}} \quad (3)$$

Interpreta-se o resultado considerando que a cada unidade monetária de Passivo Circulante e Passivo Exigível a Longo Prazo tem-se n unidades monetárias de Ativo Circulante e Ativo Realizável a Longo Prazo. Obter índice de liquidez geral menor que 1, significa que a empresa não possui capacidade de honrar a soma de seus compromissos a curto e a longo prazo. Índice maior que 1 quer dizer que a organização pode pagar todas as suas dívidas, mas não quer dizer que isto irá ocorrer imediatamente.

2.2.1.4 Índice de Liquidez Imediata

O Índice de Liquidez Imediata mede a capacidade da organização em honrar suas dívidas a curtíssimo prazo, conforme a seguinte fórmula:

$$LI = \frac{\text{Disponibilidades}}{PC} \quad (4)$$

Interpreta-se o resultado considerando que a cada unidade monetária de Passivo Circulante tem-se n unidades monetárias de Disponibilidades (Caixa + Bancos + Aplicações de Curtíssimo Prazo). Obter índice de liquidez imediata menor que 1, significa que a empresa não possui capacidade de honrar seus compromissos neste exato momento. Índice maior que 1 quer dizer que a organização pode pagar suas dívidas a curto prazo imediatamente.

2.2.2 Índices de Endividamento

A Situação de Endividamento indica o montante de recursos de terceiros que está sendo usada, na tentativa de gerar lucros. Assim é necessário estudar a quantidade e a qualidade do endividamento da organização.

2.2.2.1 Participação de Capitais de Terceiros sobre Recursos Totais (PCTRT)

A Participação de Capitais de Terceiros sobre Recursos Totais mede o quanto a empresa utiliza capital de terceiros para financiar suas atividades, conforme a seguinte fórmula:

$$\text{PCTRT} = \frac{\text{PC} + \text{PELP}}{\text{PC} + \text{PELP} + \text{Patrimônio Líquido (PL)}} \quad (5)$$

Interpreta-se o resultado considerando que a cada unidade monetária de Ativo tem-se n unidades monetárias de Capital de Terceiros. Quanto menor o a participação melhor, isto significa que a organização está conseguindo se financiar com seu lucro.

2.2.2.2 Garantia do Capital Próprio ao Capital de Terceiros (GCPCT)

A Garantia do Capital Próprio ao Capital de Terceiros mede o quanto a empresa utiliza capital de terceiros para financiar suas atividades, conforme a seguinte fórmula:

$$\text{GCPCT} = \frac{\text{PL}}{\text{PC} + \text{PELP}} \quad (6)$$

Interpreta-se o resultado considerando que a cada unidade monetária de Capital de Terceiros tem-se n unidades monetárias de Capital de Próprio como garantia. O ideal seria se toda da empresa possuísse este índice superior a 1, garantindo que ela tem condições de saldar suas dívidas.

2.2.2.3 Composição de Endividamento (CE)

A Composição do Endividamento mede o quanto a empresa possui de dívidas a curto prazo em relação ao total de suas dívidas, conforme a seguinte fórmula:

$$CE = \frac{PC}{PC + PELP} \quad (7)$$

Interpreta-se o resultado considerando que a cada unidade monetária de Capital de Terceiros tem-se n unidades monetárias de Capital de Terceiros pagáveis a curto prazo. Quanto menor este índice, melhor para a organização aumentando sua liquidez corrente.

2.2.3 Índices de Eficiência Operacional

Os Índices de Eficiência Operacional são utilizados para medir a rapidez com que várias contas são revertidas em vendas ou em caixa.

Marion (2002, p. 120) coloca que “para fins de análise, quanto maior for a velocidade de recebimento de vendas e de renovação de estoques, melhor. Por outro lado, quanto mais lento for o pagamento das compras, melhor”.

O ideal seria que a empresa atingisse uma posição em que a soma do Prazo Médio de Recebimento de Vendas e do Prazo Médio de Renovação de Estoques fosse igual ou menor ao Prazo Médio de Pagamentos de Compras.

2.2.3.1 Prazo Médio de Recebimento de Vendas (PMRV)

O Prazo Médio de Recebimento de Vendas mede o número de dias que a empresa espera para receber suas vendas, conforme a seguinte fórmula:

$$\text{PMRV} = \frac{360 \text{ dias} \times \text{Duplicatas a Receber}}{\text{Vendas Brutas}} \quad (8)$$

Interpreta-se o resultado considerando que a empresa possui n dias em média para receber suas vendas.

2.2.3.2 Prazo Médio de Pagamento de Fornecedores (PMPF)

O Prazo Médio de Pagamento de Fornecedores mede o número de dias que a empresa demora a pagar suas compras, conforme a seguinte fórmula:

$$\text{PMPF} = \frac{360 \text{ dias} \times \text{Fornecedores}}{\text{Compras}} \quad (9)$$

Interpreta-se o resultado considerando que a empresa demora n dias em média para saldar suas dívidas.

2.2.3.3 Prazo Médio de Renovação de Estoques (PMRE)

O Prazo Médio de renovação de Estoques mede o número de dias que a empresa leva para vender seu estoque, conforme a seguinte fórmula:

$$PMRE = \frac{360 \text{ dias} \times \text{Estoques}}{\text{Custo das Vendas}} \quad (10)$$

Interpreta-se o resultado considerando que a empresa demora n dias em média para vender seus estoques.

2.2.3.4 Posicionamento de Atividade (PA)

O Posicionamento de Atividade mede a interação entre o PMRV, o PMPC e o PMPC, conforme a seguinte fórmula:

$$PA = \frac{PMRE + PMRV}{PMPC} \quad (11)$$

Interpreta-se o resultado considerando que o valor ideal para as empresas é igual ou menor que 1, significando que a organização consegue receber a importância de suas vendas e renovar o estoque juntamente ou antes de efetuar o pagamento de suas compras.

2.2.4 Índices de Rentabilidade

A rentabilidade de uma empresa pode ser avaliada em relação a suas vendas, ativos, patrimônio líquido e ao valor da ação.

Há muitas medidas de lucratividade. Como um todo, essas medidas permitem ao analista avaliar os lucros da empresa em confronto com um dado nível de vendas, um certo nível de ativos e o investimento dos proprietários ou o valor da ação.

2.2.4.1 Taxa de Retorno sobre Investimentos (TRI)

Em inglês, ROI é *Return On Investment* (Retorno sobre o Investimento, que é igual a Retorno sobre Ativo ou TRI) mede a lucratividade sobre o total investido em Ativo Total, conforme a seguinte fórmula:

$$\text{TRI ou ROI} = \frac{\text{Lucro Líquido (LL)}}{\text{Ativo Total (AT)}} \quad (12)$$

Interpreta-se o resultado considerando que o valor ideal para as empresas é o número mais próximo de 1, significando que a organização consegue obter um retorno sobre o total investido num espaço de tempo mais curto.

2.2.4.2 Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido (TRPL)

Em inglês, ROE é *Return On Equity* (Retorno sobre o Capital investido pelos proprietários, que é igual a Retorno sobre o Patrimônio Líquido ou TRPL) mede a lucratividade sobre o total investido em Ativo Total, conforme a seguinte fórmula:

$$\text{TRPL ou ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido (LL)}}{\text{PL}} \quad (13)$$

Interpreta-se o resultado considerando que o valor ideal para as empresas é o número mais próximo de 1, significando que a organização consegue obter um retorno para seus proprietários num espaço de tempo mais curto.

3 METODOLOGIA

A metodologia define de que maneira a pesquisa foi realizada. Mattar (1999) define a metodologia como sendo um conjunto de métodos, técnicas e instrumentos utilizados no desenvolvimento do trabalho.

Neste capítulo, apresenta-se a metodologia utilizada para a execução deste trabalho.

3.1 Natureza das Variáveis Aplicadas

O presente trabalho se caracteriza como uma pesquisa aplicada, na qual se busca o conhecimento da Governança Corporativa no desempenho da empresa e no valor aos acionistas. Segundo Cervo e Bervian (1996), a pesquisa aplicada é aquela onde o investigador move-se pela necessidade de contribuir para finalidades práticas mais ou menos imediatas, buscando soluções para problemas concretos.

A metodologia da pesquisa começa a ser definida a partir do tipo de pesquisa a ser realizada, que pode ser classificada de acordo com os tipos de dados coletados e pela análise que se fará desses dados, como quantitativas ou qualitativas.

De acordo com Chizzotti (1998), as pesquisas qualitativas procuram interpretar os dados coletados a partir do significado que os respondentes dão aos seus atos, considerando as interações interpessoais e a co-participação nos fatos relatados.

Assim, a pesquisa em questão, considerando as características do estudo, se apresenta sob a natureza qualitativa, mas sim levando em consideração o recolhimento de dados específicos, detalhados e abundantes sobre o tema proposto.

3.2 Tipo de Pesquisa

Os trabalhos científicos podem ser classificados quanto aos fins e quanto aos meios de investigação. Segundo Andrade (1993), em relação aos fins, pode-se citar, entre outras, a pesquisa descritiva, exploratória e explicativa (conclusiva causal) e quanto aos meios, dentre os diversos tipos existentes, estão: a pesquisa de campo, experimental, documental, bibliográfica, participante, ação e estudo de caso.

A presente pesquisa é classificada quanto aos fins como sendo inicialmente exploratória e, posteriormente, conclusiva causal, e quanto aos meios, se define como bibliográfico e documental.

A pesquisa exploratória tem como objetivo aprofundar o conhecimento do autor em relação ao tema proposto. De acordo com Mattar (1999, v. 1, p. 80), “a pesquisa exploratória visa prover o pesquisador de um maior conhecimento sobre o tema ou problema de pesquisa em perspectiva”. Sabendo-se que existe pouca literatura do tema proposto, foi feita uma pesquisa exploratória para coleta de informações, estudo e análise do tema, constituindo a primeira etapa de uma investigação mais ampla.

Já a pesquisa conclusiva causal procura “respostas para as questões ou hipóteses de pesquisa [e onde] procura verificar relações entre variáveis que expliquem o fenômeno em estudo” (MATTAR, 1999, v. 1, p. 77).

O estudo assume a tipologia conclusiva causal pelo fato de estudar a relação da Governança Corporativa, o desempenho da empresa a geração de valor aos acionistas.

“Pesquisa bibliográfica procura explicar um problema a partir de referências teóricas publicadas em documentos. Ela busca conhecer e analisar as contribuições culturais ou científicas existentes sobre determinado assunto, tema ou problema” (CERVO; BERVIAN, 1996, p. 55).

Classifica-se esta pesquisa como bibliográfica devido à busca por fundamentação teórica para estudo e explicação do problema exposto. Assim, foi realizada uma revisão bibliográfica sobre a Governança Corporativa.

Nesta pesquisa bibliográfica, buscou-se informações de livros, monografias, dissertações, teses, artigos científicos e sites especializados.

3.3 Tipos de Coleta de Dados

Os tipos de dados coletados na pesquisa serão dados primários e secundários. Os primários são dados que nunca foram coletados, tabulados e analisados anteriormente, obtidos, principalmente, através de entrevistas e questionários. Já os secundários são informações que já foram coletadas, tabuladas e analisadas, estando à disposição para consulta (MATTAR, 1999).

Como fonte de coleta de dados, a pesquisa documental consiste na coleta de dados primários. “Tais documentos, chamados de **primeira mão**, ainda não foram utilizados em nenhum estudo ou pesquisa [...]” (ANDRADE, 1993, p. 99).

Para a realização da pesquisa documental, foram utilizados como fonte de coleta de dados as páginas na Internet das organizações pesquisadas e o programa de computador “Sistema de Divulgação Externa”, desenvolvido pela BOVESPA com o apoio da CVM. Neste programa, são possíveis a visualização das Informações Anuais (IAN), Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFN) e Informações Trimestrais (ITR), estas três sendo disponibilizadas por todas as empresas de capital aberto, como obrigatoriedade da legislação vigente sobre as companhias de capital aberto do Brasil, através do site da BOVESPA, assim como o programa para “download”.

Os dados secundários englobam em pesquisas feitas em livros, monografias, dissertações, teses, artigos científicos e sites especializados.

3.4 Análise dos Dados

Para a análise dos dados obtidos através do cálculo dos indicadores financeiros das empresas, eles foram agrupados em tabelas e gráficos demonstrando a evolução dos indicadores de liquidez, endividamento, eficiência operacional e rentabilidade.

Os indicadores de Liquidez mostram a capacidade da organização de saldar suas dívidas desde o curto até o longo prazo. Os índices de endividamento

determinam o quanto de capital de terceiros está sendo usado para a geração de lucros. Os indicadores de eficiência operacional indicam os prazos médios de recebimento de vendas, renovação de estoques e pagamento de fornecedores. E, os índices de rentabilidade mostram o quanto a empresa lucrou em relação ao seu ativo ou em relação ao capital próprio.

Como período de análise dos indicadores, foram usados os seguintes para cada empresa:

Tabela 1: Período de Análise dos Indicadores Financeiros

Nome	Período de Análise
Companhia de Concessões Rodoviárias	1999 a 2004
Companhia Saneamento Básico do Est. de São Paulo	1995 a 2004
CPFL Energia S. A.	1999 a 2004
Diagnósticos da América S. A.	2001 a 2004
Grendene S. A.	2001 a 2004
Natura Cosméticos S. A.	2001 a 2004
Porto Seguro S. A.	1997 a 2004

3.5 Limitações da Pesquisa

As limitações da pesquisa são relatadas para mostrar qual é a área de abrangência desta pesquisa.

Conforme o problema de pesquisa, o estudo se limita a analisar a relação entre a Governança Corporativa, o desempenho da empresa e a geração de valor

aos acionistas. Não serão abordadas formas de implantação da Governança Corporativa especificadamente por cada organização estudada, nem sua manutenção e controle. Como já destacado, o assunto abordado é relativamente novo e a adesão das empresas à Governança Corporativa representa o momento atual, podendo com o tempo, consolidar os resultados encontrados ou até mesmo identificar novas formas de síntese.

Este trabalho também se limita a estudar as empresas listadas no Novo Mercado da BOVESPA, pois estas organizações representam a adesão máxima às práticas de Governança Corporativa. Isto porque, elas possuem somente ações ordinárias, assim, tendo como questão central de seus sistemas de governança os princípios de que (1) cada ação é igual a um voto e que (2) cada acionista é proprietário da sociedade.

4 NOVO MERCADO E NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BOVESPA

A criação do Novo Mercado e dos dois Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA visa destacar as empresas comprometidas com maior transparência e melhores práticas de Governança Corporativa, sendo a adesão voluntária, via contrato entre as partes. São três segmentos distintos, com um nível de exigência crescente na adoção de práticas diferenciadas de Governança Corporativa.

A BOVESPA implantou estes três segmentos em 25/06/2001 com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

4.1 Nível 1 de Governança Corporativa

As Companhias Nível 1 se comprometem com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. As principais práticas exigidas para inserção no Nível 1 são:

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações (*free float*), representando 25% do capital;
- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;

- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- Cumprimento de regras de transparência em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Divulgação de acordos de acionistas e programas de opções de ações (*stock options*); e,
- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

As empresas que aderiram ao Nível 1 de Governança Corporativa da BOVESPA são:

Tabela 2: Empresas Listadas no Nível 1

Denominação Social	Nome de Pregão
Aracruz Celulose S. A.	ARACRUZ
Banco Bradesco S. A.	BRADESCO
Banco Itaú Holding Financeira S. A.	ITAUBANCO
Bradespar S. A.	BRADESPAR
Brasil Telecom Participações S. A.	BRASIL T PAR
Brasil Telecom S. A.	BRASIL TELEC
Braskem S. A.	BRASKEM
Companhia Brasileira de Distribuição	P.ACUCAR-CBD
Companhia Energética de Minas Gerais - Cemig	CEMIG
Companhia Fiação Tecidos Cedro Cachoeira	CEDRO
Companhia Hering	CIA HERING
Companhia Transmissão Energia Elétrica Paulista	TRAN PAULIST
Companhia Vale Do Rio Doce	VALE R DOCE

Denominação Social	Nome de Pregão
Confab Industrial S. A.	CONFAB
Duratex S.A.	DURATEX
Fras-Le S. A.	FRAS-LE
Gerdau S. A.	GERDAU
Itausa Investimentos Itaú S. A.	ITAUSA
Klabin S. A.	KLABIN S/A
Mangels Industrial S. A.	MANGELS INDL
Metalúrgica Gerdau S. A.	GERDAU MET
Perdigão S. A.	PERDIGAO S/A
Randon S. A. Implementos e Participações	RANDON PART
Ripasa S. A. Celulose e Papel	RIPASA
Rossi Residencial S. A.	ROSSI RESID
S. A. Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor	VIGOR
Sadia S. A.	SADIA S/A
São Paulo Alpargatas S. A.	ALPARGATAS
Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S. A.	SUZANO PAPEL
Unibanco Holdings S. A.	UNIBANCO HLD
Unibanco Uniao de Bancos Brasileiros S. A.	UNIBANCO
Unipar União de Indústrias Petroquímicas S. A.	UNIPAR
Votorantim Celulose e Papel S. A.	V C P
Weg S. A.	WEG
Total de Empresas Listadas	35 empresas

Fonte: Bovespa

4.2 Nível 2 de Governança Corporativa

As Companhias do Nível 2 se comprometem, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a adotar um conjunto mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários, entre os quais:

- Mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do *United States Generally Accepted Accounting Principles (US GAAP)* ou *International Accounting Standards Committee (IAS)*;
- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*);
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia, e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível; e,
- Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

As empresas que aderiram ao Nível 2 de Governança Corporativa da BOVESPA são:

Tabela 3: Empresas listadas no Nível 2

Denominação Social	Nome de Pregão
All América Latina Logística S. A.	ALL AMER LAT
Centrais Elétricas de Santa Catarina S. A.	CELESC
Eletropaulo Metropolitana Eletricidade São Paulo S. A.	ELETROPAULO
Eternit S. A.	ETERNIT
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S. A.	GOL
Marcopolo S. A.	MARCOPOLO
Net Serviços de Comunicação S. A.	NET
Suzano Petroquímica S. A.	SUZANO PETR
Total de Empresas Listadas	8 empresas

Fonte: Bovespa

4.3 Novo Mercado

Implantado em junho de 2001, juntamente com os dois Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, o Novo Mercado é mais voltado a novas empresas que queiram abrir seu capital. Já os Níveis Diferenciados são mais direcionados a empresas que já possuem ações negociadas na BOVESPA.

Tabela 4: Empresas Listadas no Novo Mercado

Denominação Social	Nome de Pregão	Data de Registro na BOVESPA	Data de Adesão ao Novo Mercado
Companhia de Concessões Rodoviárias	CCR RODOVIAS	30/01/2002	01/02/2002

Denominação Social	Nome de Pregão	Data de Registro na BOVESPA	Data de Adesão ao Novo Mercado
Companhia Saneamento Básico do Estado de São Paulo	SABESP	21/05/1997	24/04/2002
CPFL Energia S. A.	CPFL ENERGIA	18/05/2000	29/09/2004
Diagnósticos da América S. A.	DASA	19/11/2004	19/11/2004
Grendene S. A.	GRENDENE	29/10/2004	29/10/2004
Natura Cosméticos S. A.	NATURA	26/05/2004	26/05/2004
Porto Seguro S. A.	PORTO SEGURO	28/11/1997	22/11/2004

Fonte: Bovespa

A premissa básica do Novo Mercado é de que as boas práticas de Governança Corporativa têm valor para os investidores, pois os direitos concedidos aos acionistas e a qualidade das informações prestadas reduzem as incertezas no processo de avaliação e, conseqüentemente o risco. Com a redução do risco do investimento, há a geração de uma melhor precificação, que por sua vez, incentiva novas aberturas de capital e novas emissões de títulos, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento, mais barata, cujas necessidade de investimento aumentaram com a abertura da economia e concorrência globalizada.

A adesão das empresas ao Novo Mercado é voluntária e se realiza com a assinatura de um contrato entre a companhia, seus controladores, administradores e a BOVESPA. Pelo contrato, as partes se comprometem em cumprir o Regulamento de Listagem do Novo Mercado, que reúne todos os requisitos adicionais deste segmento, pois o Novo Mercado exige que as empresas, além de se comprometerem com a adoção de todas as exigências do Nível 2, e

conseqüentemente do Nível 1, decidam emitir apenas ações ordinárias, acabando com o papel das ações preferenciais. Companhias abertas com ações preferenciais também podem entrar no Novo Mercado, desde que transformem todas as ações em ordinárias.

De forma resumida, a companhia aberta do Novo Mercado tem como obrigações, além das exigidas pela lei das S. A.'s:

- Realização de aberturas públicas de colocações de ações por meios de mecanismos que favoreçam a dispersão de capital;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- Estabelecimento de um mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;
- Disponibilidade de balanço anual seguindo as normas do *US GAAP* ou *IAS*;
- Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e revisão especial;
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação do Novo Mercado; e,
- Cumprimento de regras de transparência em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a ampliação dos direitos do acionista, o melhoramento da qualidade das informações prestadas pelas companhias e a resolução de conflitos societários através da Câmara de Arbitragem.

4.3.1 Regulamento de Listagem do Novo Mercado

O Regulamento de listagem do Novo Mercado descreve as regras para a negociação de valores mobiliários de companhias abertas no segmento especial de Governança Corporativa Novo Mercado da BOVESPA.

Os pontos principais deste código são: Autorização para negociação no Novo Mercado; Conselho de Administração da Companhia; Conselho Fiscal da Companhia; e, Arbitragem.

4.3.1.1 Autorização Para Negociação no Novo Mercado

Para que o superintendente geral da BOVESPA conceda a autorização para uma sociedade negociar seus ativos no Novo Mercado, ela deve preencher os seguintes requisitos:

- Obtenha e mantenha atualizado junto CVM o registro da companhia para negociação da bolsa;

- Tenha solicitado seu registro para negociação na BOVESPA;
- Tenha assinado o Contrato de Participação no Novo Mercado;
- Tenha adaptado seu estatuto social às cláusulas mínimas divulgadas pela BOVESPA;
- Mantenha o Percentual Mínimo de Ações em Circulação;
- Realize distribuição pública de ações no valor mínimo de R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e atinja o Percentual Mínimo de Ações em Circulação. Fica dispensada de distribuição pública a empresa que já tenha registro de negociação no mercado principal da BOVESPA e tenha pelo menos 500 acionistas;
- Não tenha Partes Beneficiárias (títulos negociáveis, sem valor nominal e estranhos ao capital social, conforme art. 46 da Lei 6.404 de 15/12/1976) em circulação; e,
- Observe as normas legais e regulamentares relativas e aplicáveis ao Novo Mercado.

4.3.1.2 Conselho de Administração da Companhia

O Conselho de Administração deverá ter as funções e competências determinadas principalmente pelas Leis das S. A.'s nº 6.404 de 15/12/1976 e nº 10.303 de 31/10/2001 e também as que constam do estatuto social da companhia. Assim como os conselheiros terão suas funções determinadas por estas leis, pelo estatuto e pelo regulamento de Listagem.

O Conselho de Administração deverá ser composto por no mínimo 5 membros, eleitos pela assembléia geral. Os membros do conselho terão seus mandatos unificados e por um período de 1 ano, sendo permitida a reeleição.

A sociedade deverá exigir a todos os novos membros do conselho e da diretoria que subscrevam o Termo de Anuência dos Administradores (documento em que se responsabilizam em agir de acordo com o Contrato de Participação do Novo Mercado, com o Regulamento de Arbitragem e com o Regulamento de Listagem).

4.3.1.3 Conselho Fiscal da Companhia

O Conselho de Fiscal deverá ter as funções e competências determinadas principalmente pelas Leis das S. A.'s nº 6.404 de 15/12/1976 e nº 10.303 de 31/10/2001 e também as que constam do estatuto social da companhia. Assim como os conselheiros terão suas funções determinadas por estas leis, pelo estatuto e pelo regulamento de Listagem.

A sociedade deverá exigir a todos os novos membros do conselho, quando instalado, que subscrevam o Termo de Anuência dos Membros do Conselho Fiscal (documento em que se responsabilizam em agir de acordo com o Regulamento de Arbitragem e com o Regulamento de Listagem).

4.3.1.4 Arbitragem

As empresas do Novo Mercado, ao assinarem o contrato, terão que resolver seus conflitos societários através da Câmara de Arbitragem. Esta sendo oficialmente instalada em 27/07/2001. As regras que norteiam a Câmara de Arbitragem estão de acordo com a Lei de Arbitragem, lei nº 9.307 de 1996.

A criação da Câmara de Arbitragem tem o objetivo de oferecer um foro adequado para as discussões de matérias relativas à esfera da Lei das S. A.'s, estatutos sociais das organizações, das normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Banco Central (BACEN) e pela CVM, dos regulamentos da BOVESPA e das demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de capitais em geral. Formam parte, ainda, o conjunto de questões que poderão ser resolvidas pela arbitragem, aquelas constantes do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, do Regulamento de Práticas Diferenciadas do Governança Corporativa e dos contratos correspondentes.

Pro meio de regras próprias, a Câmara de Arbitragem do Mercado proporciona aos participantes dos segmentos de Governança Corporativa, quais sejam, a BOVESPA, as companhias abertas, seus controladores e administradores, membros do conselho fiscal e acionistas, uma alternativa de solução de controvérsias, com a vantagem de trazer mais agilidade e economia, menos formalismo, além de árbitros especializados nas matérias a serem decididas.

5 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

As empresas listadas no segmento de Governança Corporativa da BOVESPA Novo Mercado, destacadas no Capítulo 4, são apresentadas no decorrer deste capítulo.

Obedecendo a ordem das empresas mencionadas na Tabela 4, apresenta-se um breve histórico das organizações, sua relação com a Governança Corporativa e a análise dos indicadores financeiros de suas demonstrações financeiras.

5.1 CCR RODOVIAS – Companhia de Concessões Rodoviárias

A Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR RODOVIAS) é a maior companhia detentora de concessões de rodovias do Brasil, operando, por meio de suas concessionárias, aproximadamente 1.290 quilômetros de rodovias e com uma participação de mercado de 14% das rodovias concedidas no Brasil em termos de extensão de rodovias e 35% em termos de volume de receitas das rodovias concedidas no Brasil.

A Companhia obteve a concessão da primeira ponte privatizada no país, a Ponte Presidente Costa e Silva, entre Rio de Janeiro e Niterói, e quatro outras concessões, com prazos de vigência entre 2015 e 2021. Em suas concessões, a CCR efetua reparos, melhoramentos e operações dos sistemas rodoviários.

A tabela seguinte contém informações resumidas relativas às nossas concessões:

Tabela 5: Concessões exploradas pela CCR RODOVIAS

Concessão	Extensão (Km)	Número de Veículos Pedagiados em 2004	Veículos Equivalentes em 2004	Data de Término do Contrato de Concessão
NovaDutra - Concessionária da Rodovia Presidente Dutra S.A. - BR-116, ligando Rio de Janeiro e São Paulo	402,2	56.148.495	82.770.024	Fevereiro de 2021
AutoBAN - Concessionária do Sistema Anhangüera Bandeirantes S.A. - três rodovias ligando São Paulo, Campinas e Limeira	316,8	81.351.478	84.035.152	Abril de 2018
Rodonorte - Concessionária de Rodovias Integradas S.A., ou Rodonorte (1) - quatro rodovias ligando Curitiba, Apucarana, Ponta Grossa e Jaguariaíva	487,5	20.922.866	52.456.092	Novembro de 2021
Ponte - Concessionária da Ponte Rio-Niterói S.A. - a ponte entre o Rio de Janeiro e Niterói	23,3	24.437.844	26.662.689	Maio de 2015
Via Lagos - Concessionária da Rodovia dos Lagos S.A. - três rodovias atendendo a Região dos Lagos do Estado do Rio de Janeiro	60,0	4.278.015	4.899.718	Dezembro de 2021
ViaOeste - Concessionária do sistema rodoviário Castello Branco-Raposo Tavares, localizado no Estado de São Paulo	162,0	39.871.012	49.192.508	Março de 2018

Fonte: CCR RODOVIAS

5.1.1 Histórico

A CCR RODOVIAS foi constituída em 23 de setembro de 1.998, com o fim de administrar concessões de rodovias federais e estaduais. De acordo com seu estatuto social, tem-se como objeto social as seguintes atividades: a exploração no Brasil e/ou exterior, direta ou indiretamente, e/ou através de consórcios, de negócios de concessões de obras e serviços públicos, especificamente a prestação de serviços de execução, gestão e fiscalização de atividades relacionadas à conservação, melhoramento, recuperação, ampliação e operação de estradas de rodagem e pontes.

Os Acionistas Originais da CCR RODOVIAS (Andrade Gutierrez, Camargo Corrêa, Odebrecht, SVE e Serveng) pertencem a alguns dos maiores grupos empresariais brasileiros. Anteriormente à sua constituição, eles eram acionistas diretos das atuais Concessionárias da CCR em diferentes proporções e estruturas.

Em 28 de dezembro de 1999, as ações foram integralmente subscritas pelos Acionistas Originais (exceto Brisa) e integralizadas mediante conferência da totalidade da participação por eles detida no capital das Concessionárias. A CCR RODOVIAS passou, assim, a deter participação direta nas Concessionárias e a ser controlado por tais acionistas.

Em janeiro de 2.001, a Brisa adquiriu 710.975 ações ordinárias e 718.702 ações preferenciais dos acionistas originais, o que representava 20% de nosso capital social total. A Brisa é um sócio estratégico que opera um sistema de 11 concessionárias em Portugal através de contratos de concessão assinados com o governo federal local.

A CCR RODOVIAS havia recebido o registro de companhia aberta da CVM em 19 de dezembro de 2.000. Em 20 de novembro de 2.001, tornou-se a primeira empresa a aderir ao Novo Mercado, segmento de Governança Corporativa da BOVESPA. Suas ações começaram a ser negociadas na BOVESPA em 1 de fevereiro de 2002.

Finalmente, em 24 de maio de 2004, a CCR concluiu a sua última oferta pública de ações, aumentando o número de ações da Companhia em quase 20%. Após essa operação, a Companhia possui a seguinte estrutura acionária:

Tabela 6: Posição Acionária da CCR RODOVIAS

Acionista	Ações Ordinárias	Ações Ordinárias (%)
AGConcessões	17.550.624	17,42
Camargo Corrêa	18.040.074	17,90
Brisa	18.040.075	17,90
Serveng	18.040.076	17,90
Outros	29.104.601	28,88
Total:	100.775.450	100,00

Fonte: CCR RODOVIAS

5.1.2 Diretrizes de Governança Corporativa

CCR RODOVIAS foi também a primeira empresa brasileira a instituir um Comitê de Governança, cuja principal função é avaliar o desempenho dos membros

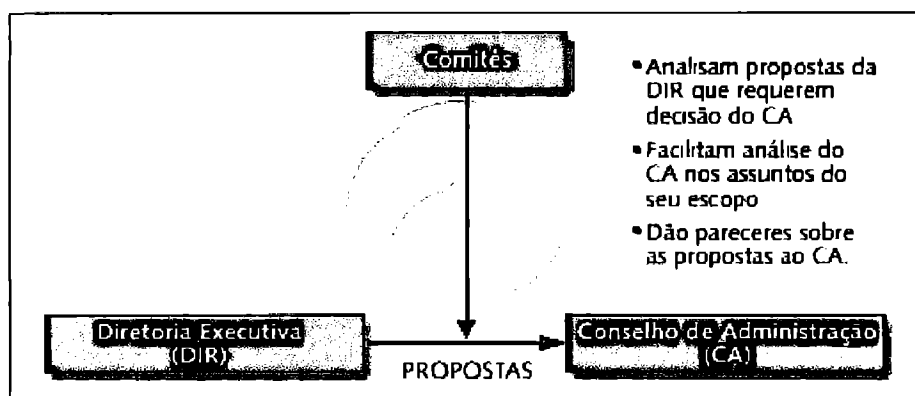
do Conselho de Administração. Isso demonstra o total comprometimento da Companhia e de seus administradores com a transparência e as melhores práticas.

Merecem também destaque as seguintes posturas:

- Os controladores têm participações equilibradas, não havendo qualquer veto e/ou aprovação singular por qualquer dos acionistas controladores;
- A CCR RODOVIAS, como companhia aberta e participante do Novo Mercado, deve informar regularmente à Bovespa todos os contratos com partes relacionadas;
- O Plano de Investimentos é previamente aprovado para cada um dos negócios da CCR RODOVIAS;
- Os investimentos da CCR são financiados por terceiros que constantemente fiscalizam os preços e a execução por meio de engenheiros e auditores independentes; e,
- Administração profissional, desvinculada dos acionistas controladores.

5.1.2.1 Modelo de Governança

O modelo de governança do Conselho da CCR RODOVIAS pode ser caracterizado por três dimensões principais: atribuições, composição e dinâmica.



Fonte: CCR RODOVIAS

Figura 3: Modelo de Governança da CCR RODOVIAS

Os papéis de cada um, tanto individualmente quanto coletivamente, estão delineados no Manual de Governança Corporativa da Companhia. As decisões são todas colegiadas, sendo que existe sempre um equilíbrio entre quem propõe, analisa e aprova as matérias em discussão.

Um exemplo dessa dinâmica é a eleição e destituição de cargos-chave da Companhia. Quem propõe um nome não é quem confirma e nem quem aprova o nome proposto. Esse formato permite que toda a Diretoria e os membros do Conselho estejam em total consonância nas decisões tomadas.

O mesmo processo se repete com a Política de Remuneração. É o Conselho de Administração que define a remuneração do CEO, que por sua vez propõe a política de remuneração da CCR e subsidiárias, que é aprovada pelo Conselho de Administração.

5.1.2.2 Estrutura Administrativa

O Conselho de Administração da CCR é composto atualmente por 9 membros e a Diretoria, por 6 membros.

5.1.2.2.1 Conselho de Administração

De acordo com o estatuto social da Companhia, o Conselho de Administração deve ser composto de, no mínimo, 8 e, no máximo, 15 membros. Os membros do Conselho de Administração são geralmente eleitos pelos acionistas reunidos em assembléia geral ordinária para um mandato de um ano, podendo ser reeleitos.

Acionistas representando no mínimo 5% do capital votante da Companhia podem requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do Conselho de Administração, sendo reconhecido aos acionistas o direito de cumular os votos em um só candidato ou distribuí-los entre vários.

O Conselho de Administração da CCR RODOVIAS é composto pelos seguintes membros:

Tabela 7: Composição do Conselho de Administração

Nome	Cargo	Posse	Prazo do Mandato
Antonio Jose Lopes Nunes de Sousa	Presidente	31/03/2005	2006
Eduardo Borges de Andrade	Vice	31/03/2005	2006
Francisco Caprino Neto	Membro	31/03/2005	2006

Nome	Cargo	Posse	Prazo do Mandato
João Pedro Ribeiro de Azevedo Coutinho	Membro	31/03/2005	2006
José Edison Barros Franco	Membro	31/03/2005	2006
Júlio César Borges	Membro	31/03/2005	2006
Ricardo Coutinho de Sena	Membro	31/03/2005	2006
Sérgio Padovan	Membro	31/03/2005	2006
Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes	Membro	31/03/2005	2006

Fonte: CCR RODOVIAS

5.1.2.2.2 Diretoria Executiva

A Diretoria é o órgão de representação e executivo de administração da Companhia. Os membros da Diretoria são eleitos para um mandato de 2 anos, podendo ser reeleitos.

A Diretoria da CCR RODOVIAS é composta pelos seguintes membros:

Tabela 8: Composição da Diretoria

Nome	Cargo	Data de Posse	Prazo do Mandato
Renato Alves Vale	Presidente	18/03/2004	2006
Márcio José Batista	Vice	18/03/2004	2006
Francisco Manuel Rocio Pereira Mendes	Diretor de Planejamento	18/03/2004	2006
Leonardo Couto Vianna	Diretor de Desenvolvimento	18/03/2004	2006

Nome	Cargo	Data de Posse	Prazo do Mandato
	de Novos Negócios		
Ricardo Frões Alves Ferreira	Diretor Financeiro e de Relações com Investidores	15/06/2004	2006
Antonio Linhares da Cunha	Diretor	31/05/2005	2006
Massami Uyeda Junior	Diretor Jurídico	18/03/2004	2006

Fonte: CCR RODOVIAS

5.1.3 Análise das Demonstrações Financeiras

Apresenta-se a seguir os resultados dos indicadores financeiros obtidos através das demonstrações financeiras da CCR RODOVIAS.

5.1.3.1 Liquidez

Tabela 9: Índices de Liquidez

Contas	Índices de Liquidez					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
LC	0,16	0,19	0,22	0,54	0,49	1,04
LS	0,16	0,19	0,22	0,54	0,49	1,04

Contas	Índices de Liquidez					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
LG	0,09	0,11	0,11	0,30	0,29	0,51
LI	0,13	0,13	0,14	0,38	0,25	0,78

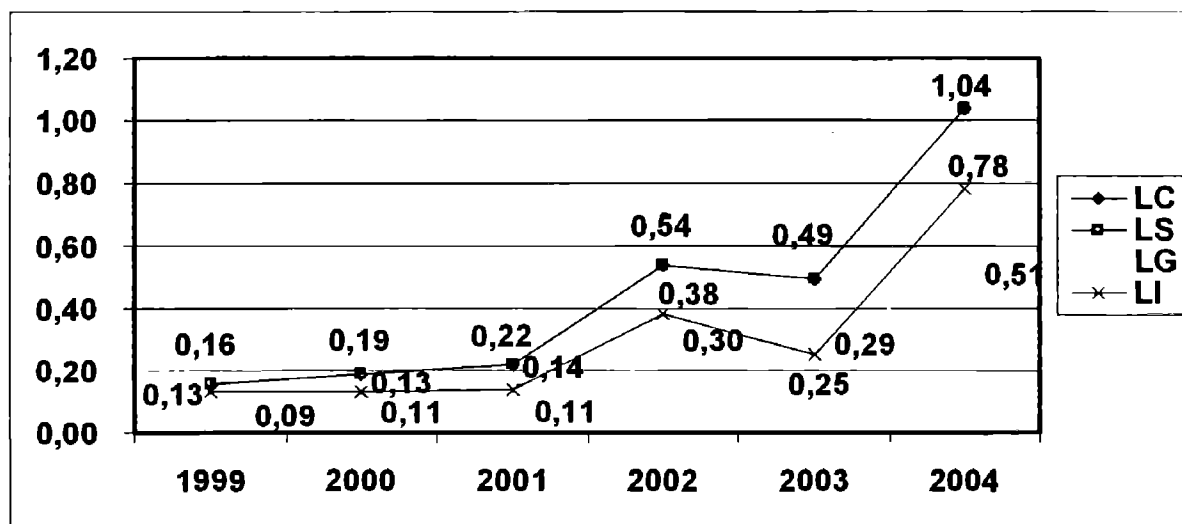


Gráfico 1: Índices de Liquidez

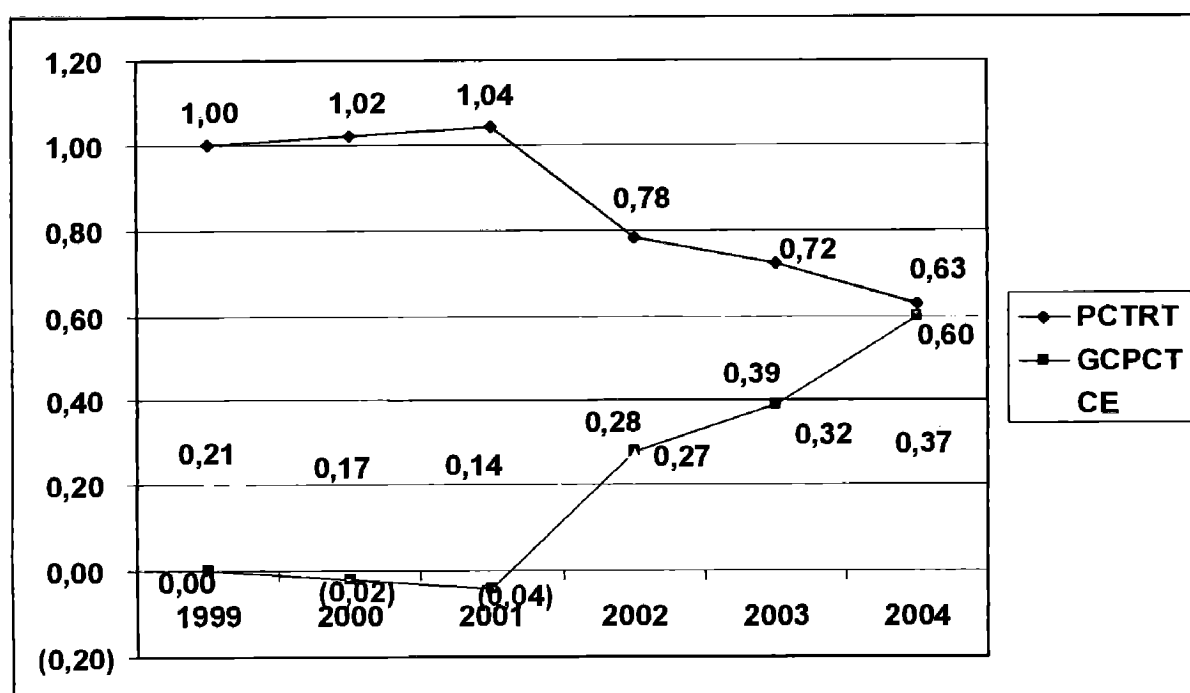
Sabendo-se que os índices de liquidez medem a capacidade da empresa em saldar suas dívidas, percebe-se que houve uma melhora significativa dos índices a partir da adesão ao Novo Mercado no início de 2002.

Nota-se também uma grande melhora na liquidez imediata da companhia entre 2003 e 2004, assim demonstrando sua capacidade de saldar compromissos de curtíssimo prazo.

5.1.3.2 Endividamento

Tabela 10: Endividamento

Contas	Endividamento					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
PCTRT	1,00	1,02	1,04	0,78	0,72	0,63
GCPCT	0,00	(0,02)	(0,04)	0,28	0,39	0,60
CE	0,21	0,17	0,14	0,27	0,32	0,37

**Gráfico 2: Endividamento**

Aqui se nota o antes e depois da adesão ao Novo Mercado. A partir de 2002 há a utilização cada vez menor de recursos de terceiros para financiamento das atividades e um aumento na garantia do capital próprio. Mas, há um aumento do passivo circulante comparado ao exigível total, assim aumentando sua dívida a curto prazo.

5.1.3.3 Eficiência Operacional

Tabela 11: Posicionamento de Atividade

Contas	Posicionamento de Atividade					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
PMRV (Dias)	5	10	8	11	18	26
PMRE (Dias)	0	0	0	0	0	0
PMPF (Dias)	44	18	11	11	25	30
PA	0,11	0,56	0,73	1,00	0,72	0,87

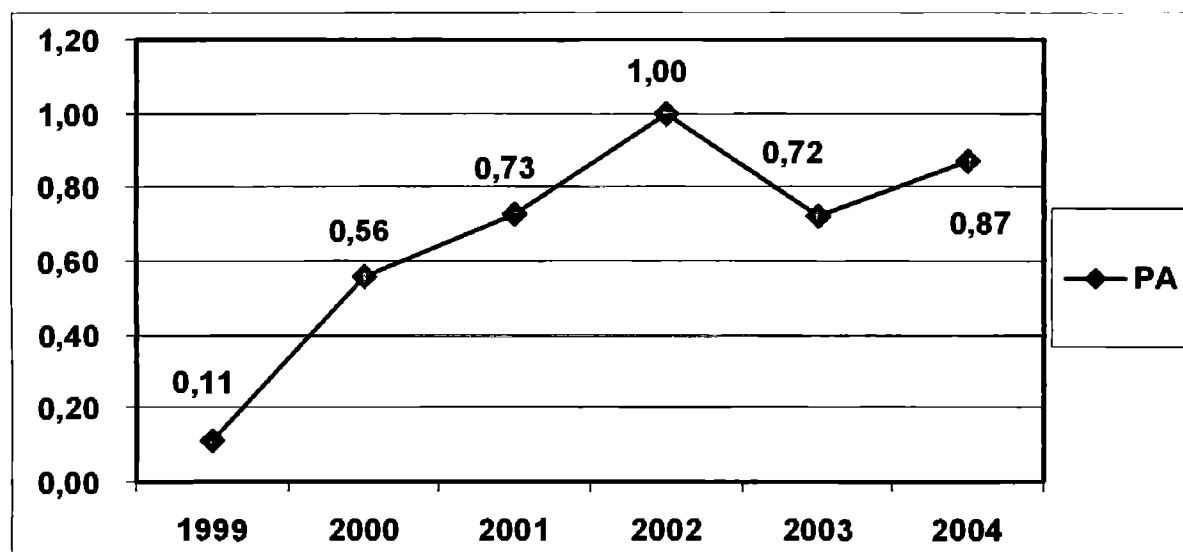


Gráfico 3: Posicionamento de Atividade

Nota-se que o posicionamento de atividade da CCR RODOVIAS sempre esteve em níveis ótimos, pois a companhia está conseguindo realizar suas vendas antes de efetuar o pagamento de suas compras.

5.1.3.4 Rentabilidade

Tabela 12: Rentabilidade

Contas	Rentabilidade					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
TRI	(0,11)	(0,03)	(0,04)	(0,05)	0,08	0,09
TRPL	(23,01)	1,17	0,96	(0,24)	0,29	0,24

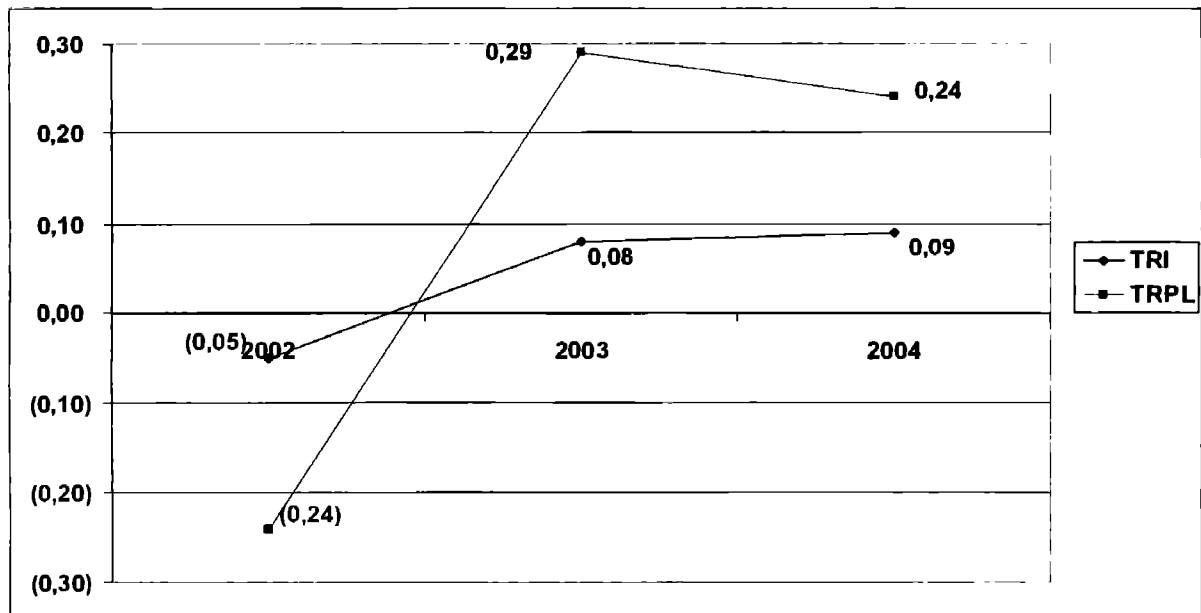


Gráfico 4: Rentabilidade

Aqui também se nota a ascensão da rentabilidade depois da adesão ao Novo Mercado, pois a partir de 2003 a CCR RODOVIAS começou a obter lucro, ao contrário do que vinha acontecendo antes, onde o cenário era de prejuízo e de patrimônio líquido negativo.

5.2 SABESP – Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo

A SABESP opera sistemas de água e esgotos em 368, dos 645 municípios do Estado de São Paulo, inclusive o do Município de São Paulo. Em 2004, a SABESP distribuiu água para aproximadamente 22,3 milhões de pessoas, o que corresponde a cerca de 60% da população urbana do Estado de São Paulo. A SABESP presta serviços de esgoto para cerca de 18,2 milhões de pessoas, ou 78% dos nossos consumidores de água. A SABESP ainda abastece de água no atacado 6 municípios da Região Metropolitana de São Paulo, cuja população total é de aproximadamente 3,1 milhões de habitantes.

As atividades de saneamento básico compreendem a produção, adução, reservação e distribuição de água potável, bem como a coleta, tratamento e disposição final dos esgotos. Tais atividades são consideradas serviços públicos de competência comum da União, dos Estados e dos Municípios.

No Brasil, os serviços de saneamento básico são prestados por uma grande variedade de empresas, em sua grande maioria estatais, controladas pelos Estados ou pelos Municípios, mediante concessão de serviço público.

Os serviços de saneamento básico estão diretamente ligados a questões de saúde pública e de meio ambiente. O crescimento da capacidade de fornecimento de água potável à população, bem como dos volumes de esgotos tratados e coletados, influi em indicadores de saúde pública, como a mortalidade infantil e o controle de doenças infecto-contagiosas. A manutenção dos níveis de produção de água potável necessários ao atendimento da população depende diretamente da utilização racional dos recursos hídricos. Por fim, a coleta, tratamento e disposição

final de esgotos visa reduzir ou eliminar a quantidade de poluentes e contaminantes do meio ambiente, conceito hoje consagrado pelo termo “saneamento ambiental”.

5.2.1 Histórico

Sendo fundada em 1973, a partir da fusão das autarquias de abastecimento de água e coleta de esgoto, A Companhia enfrentou graves problemas operacionais e financeiros ao longo da década de 1980, os quais atingiram seu ápice em 1994, causados, em parte, pelas condições macroeconômicas do Brasil no período de hiperinflação que precedeu a implantação do Plano Real, mas também se deviam às políticas governamentais do Estado de São Paulo, que considerava a Companhia como uma empresa estatal cujo desempenho financeiro constituía preocupação secundária. Em decorrência disso, a estrutura tarifária da Companhia durante este período não era capaz de gerar receita suficiente para proporcionar a prestação de serviços adequados aos consumidores, ou para satisfazer as necessidades de liquidez e de recursos de capital para suas operações.

Em 1995, a Companhia, em conjunto com a atual administração do Estado de São Paulo, iniciou um programa de reestruturação para melhorar as condições operacionais e financeiras de suas atividades, incluindo uma reestruturação organizacional, a implementação das etapas iniciais da estratégia da Companhia e o desenvolvimento de uma nova orientação voltada para resultados.

Em 1997, a Companhia reestruturou suas tarifas para adequar o preço cobrado para o consumo mínimo de água, e reajustou suas tarifas para todos os

clientes em 1997, 1998 e 1999. Esses reajustes de tarifas e os ganhos de produtividade foram os principais responsáveis pelos aumentos na receita operacional líquida nestes anos. Além disso, a Companhia reduziu o número total de funcionários de 21.141, em 31 de dezembro de 1994, para 17.735, em 31 de dezembro de 2004.

Em 24 de abril de 2002, a Companhia aderiu às regras do Novo Mercado da BOVESPA, segmento do mercado à vista de valores mobiliários reservado para negociação de ações de companhias que atendam níveis de Governança Corporativa e de qualidade de informações mais elevado do que o disposto na legislação e regulamentação aplicáveis.

5.2.2 Diretrizes de Governança Corporativa

Com relação às regras de Governança Corporativa brasileiras, a SABESP está obrigada a observar os termos do seu Estatuto Social, a Lei das S. A.'s, as regras da CVM e o Regulamento do Novo Mercado da BOVESPA.

As diferenças mais relevantes a serem destacadas são as seguintes:

- **Independência de Membros do Conselho de Administração:** a Lei das Sociedades por Ações e o Estatuto Social da SABESP exigem que os Conselheiros sejam eleitos em Assembléia de Acionistas. Dos atuais 8 (oito) Conselheiros da SABESP, 7 (sete) são pessoas ligadas e indicadas pelo acionista controlador da Companhia, o Estado de São Paulo, e 1 (um) é representante dos acionistas minoritários;

- **Teste de Independência:** a independência dos Conselheiros não é atestada pela administração da Companhia. Não obstante, a Lei das Sociedades por Ações e a CVM estabelecem normas relativas a requisitos, impedimentos, investidura, remuneração, deveres e responsabilidades dos administradores de companhias. De acordo com a Lei das Sociedades por Ações, os membros do conselho de administração, até o máximo de 1/3 (um terço), poderão ser eleitos para cargos de diretores;
- **Reuniões Especiais, Comitê de Governança Corporativa e Comitê de Remuneração:** a adoção dos referidos procedimentos não é exigida pela Lei das Sociedades por Ações, pelo Estatuto Social da SABESP, pelas regras da CVM ou pelo Regulamento de Listagem do Novo Mercado. A remuneração global ou individual dos Conselheiros é estabelecida pelos acionistas da SABESP, os quais levam em conta as normas emanadas pelo acionista controlador, não existindo comitê específico para este fim; e,
- **Comitê de Auditoria:** não existe. A SABESP tem, entretanto, um Conselho Fiscal de funcionamento permanente, composto de 3 (três) a 5 (cinco) membros, eleitos pela Assembléia Geral Ordinária. A principal atribuição do Conselho Fiscal, que é independente da administração da SABESP e dos seus auditores externos, é examinar as demonstrações financeiras de cada exercício social e sobre elas opinar, emitindo parecer aos acionistas da SABESP.

5.2.2.1 Estrutura Administrativa

5.2.2.1.1 Conselho de Administração

O Conselho de Administração da SABESP é composto por no mínimo 5 (cinco) e no máximo 10 (dez) membros, todos acionistas da Companhia, eleitos e destituíveis pela Assembléia Geral. Há previsão estatutária de que os empregados da SABESP podem eleger um membro do Conselho de Administração, devendo esse membro ser empregado da Companhia há mais de dois anos. Atualmente não há no Conselho de Administração conselheiro nomeado por empregados. Além disso, de acordo com a Lei das Sociedades por Ações, em se tratando de sociedade de economia mista, como é o caso da SABESP, no mínimo um membro do Conselho de Administração deve ser nomeado por seus acionistas minoritários.

Os membros do Conselho de Administração da SABESP são eleitos pelos acionistas em Assembléia Geral para um mandato unificado de 1 (um) ano, permitida a reeleição.

De acordo com o disposto na Lei das Sociedades por Ações, os membros do Conselho de Administração devem ser acionistas da Companhia e, de acordo com o Estatuto Social da Companhia, devem ser residentes no Brasil.

Tabela 13: Composição do Conselho de Administração da SABESP

Nome	Cargo
Mauro Guilherme Jardim Arce	Presidente
Fernando Carvalho Braga	Vice-Presidente

Nome	Cargo
Fernando Maida Dall'acqua	Membro
Gustavo De Sá E Silva	Membro
Martus Antonio Rodrigues Tavares	Membro
Daniel Sonder	Membro
Maria Helena Guimarães De Castro	Membro
Alexander Bialer	Membro

Fonte: SABESP

5.2.2.1.2 Diretoria Executiva

A Diretoria é o órgão representativo e executivo de administração da Companhia. A Diretoria será composta por até 8 (oito) Diretores, residentes no país, acionistas ou não, eleitos pelo Conselho de Administração, sendo um Diretor-Presidente, até 4 (quatro) Diretores Vice-Presidentes, até 2 (dois) Diretores e até 1 (um) Diretor-Representante.

Tabela 14: Composição da Diretoria da SABESP

Nome	Cargo
Dalmo Do Valle Nogueira Filho	Diretor Presidente
Enéas Oliveira De Siqueira	Diretor De Sistemas Regionais
Reinaldo José Rodriguez De Campos	Diretor De Gestão Corporativa
Rui De Britto Álvares Affonso	Diretor Econômico-Financeiro e de Relações Com Investidores

Nome	Cargo
Paulo Massato Yoshimoto	Diretor Metropolitano
José Everaldo Vanzo	Diretor De Tecnologia E Planejamento

Fonte: SABESP

5.2.3 Análise das Demonstrações Financeiras

Apresenta-se a seguir os resultados dos indicadores financeiros obtidos através das demonstrações financeiras da SABESP.

5.2.3.1 Liquidez

Tabela 15: Índices de Liquidez

Contas	Índices de Liquidez									
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
LC	1,06	1,17	1,03	0,83	1,20	1,93	0,87	0,77	0,67	0,59
LS	1,04	1,12	1,01	0,79	1,15	1,89	0,86	0,76	0,66	0,57
LG	0,21	0,25	0,25	0,21	0,25	0,25	0,29	0,29	0,27	0,31
LI	0,11	0,10	0,12	0,04	0,15	0,29	0,27	0,20	0,16	0,05

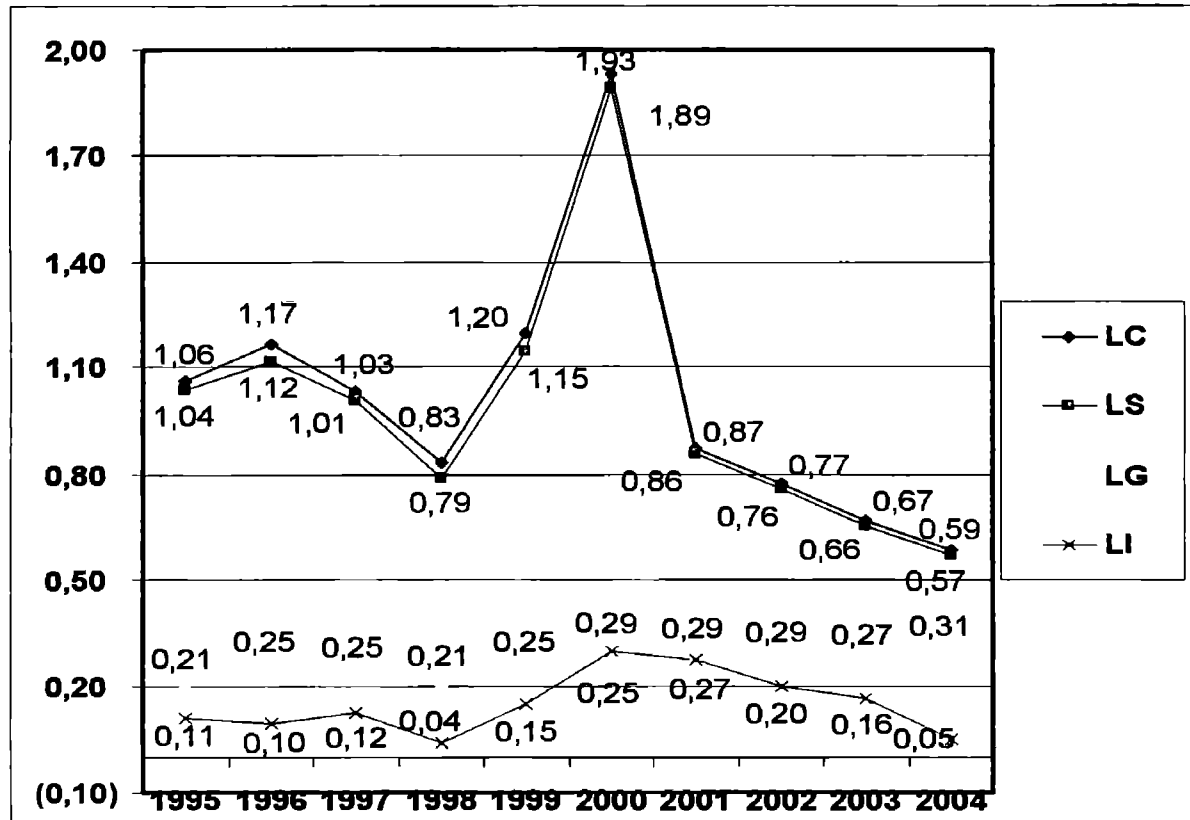


Gráfico 5: Índices de Liquidez

Percebe-se a não existência de uma política financeira anterior a 2000. A partir de 2001, tem-se o processo de implantação da Governança Corporativa, com uma tendência de redução do Ativo Circulante em relação ao Passivo Circulante.

5.2.3.2 Endividamento

Tabela 16: Endividamento

Contas	Endividamento									
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
PCTRT	0,34	0,37	0,40	0,42	0,45	0,46	0,50	0,56	0,54	0,53

Contas	Endividamento									
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
GCPCT	1,93	1,71	1,53	1,36	1,21	1,19	1,02	0,80	0,85	0,90
CE	0,18	0,21	0,23	0,24	0,19	0,11	0,19	0,23	0,19	0,24

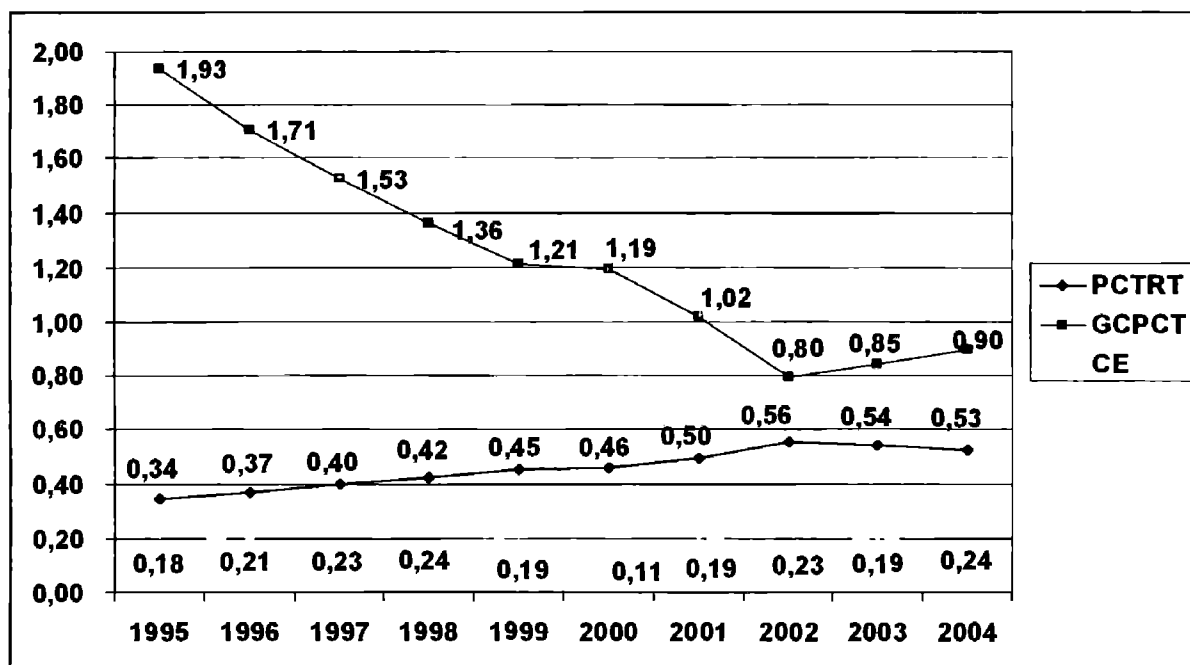


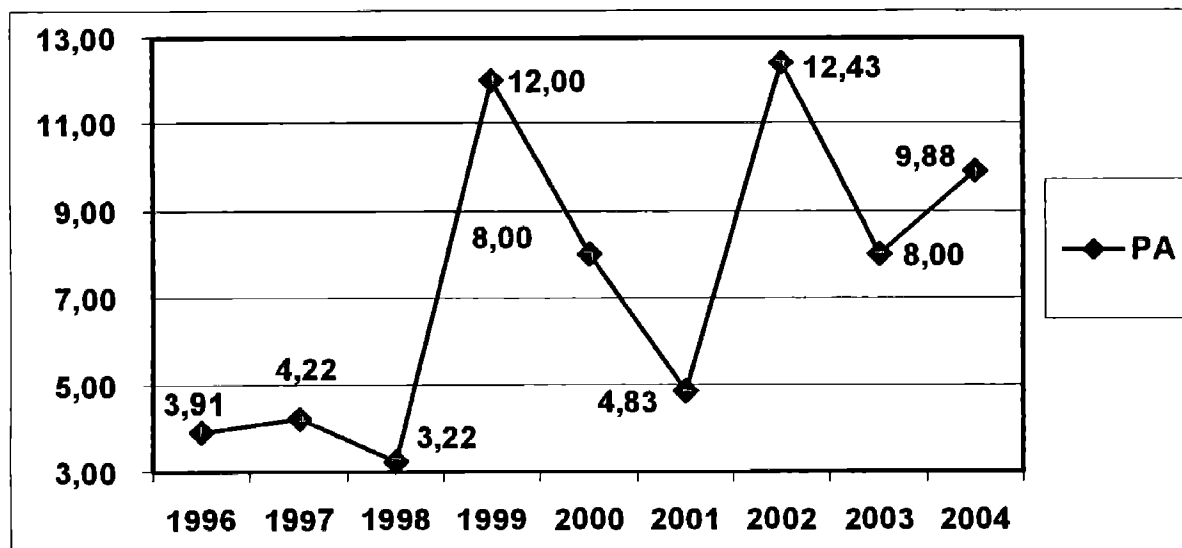
Gráfico 6: Endividamento

Nota-se uma progressiva diminuição na garantia do capital de terceiros sobre o capital próprio até 2002, ano de início da Governança Corporativa. Com a governança, a partir de 2003, tem-se um retorno no seu crescimento e os níveis de composição de endividamento mantendo os patamares de suas dívidas.

5.2.3.3 Eficiência Operacional

Tabela 17: Posicionamento de Atividade

Contas	Posicionamento de Atividade									
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
PMRV (Dias)	113	122	107	99	116	104	82	83	68	74
PMRE (Dias)	7	15	7	17	16	8	5	4	4	5
PMPF (Dias)	---	35	27	36	11	14	18	7	9	8
PA	----	3,91	4,22	3,22	12,00	8,00	4,83	12,43	8,00	9,88

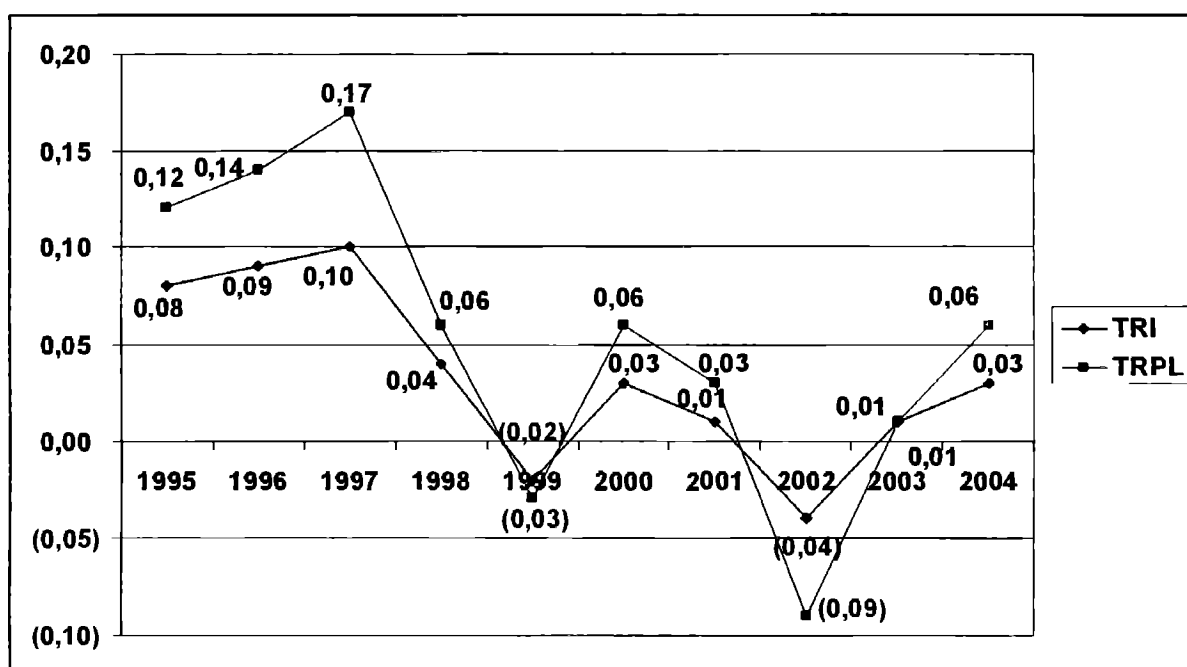
**Gráfico 7: Posicionamento de Atividade**

Tem-se uma diminuição do prazo médio de recebimento de vendas e uma diminuição ainda maior do prazo médio de pagamento de fornecedores, assim forçando um aumento no posicionamento de atividade da SABESP.

5.2.3.4 Rentabilidade

Tabela 18: Rentabilidade

Contas	Rentabilidade									
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
TRI	0,08	0,09	0,10	0,04	(0,02)	0,03	0,01	(0,04)	0,01	0,03
TRPL	0,12	0,14	0,17	0,06	(0,03)	0,06	0,03	(0,09)	0,01	0,06

**Gráfico 8: Rentabilidade**

Mesmo sendo uma empresa pública, que normalmente não lucra, a SABESP somente apresentou 2 episódios de prejuízo em 10 anos.

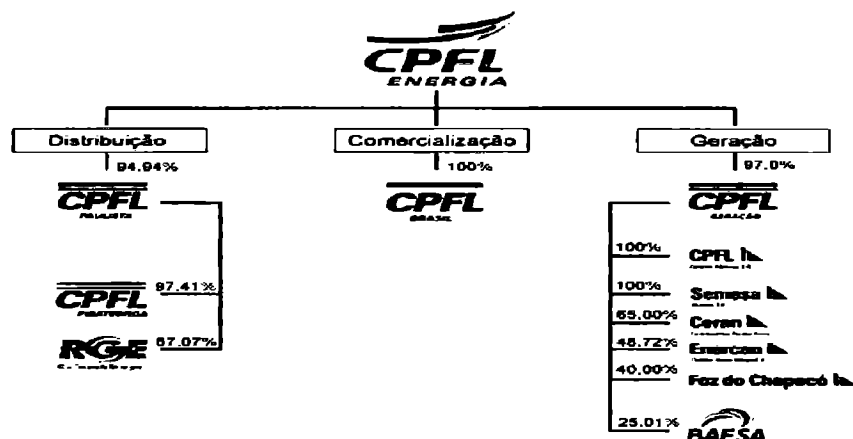
5.3 CPFL ENERGIA – CPFL Energia S. A.

A CPFL Energia é uma *holding* que, por intermédio de suas subsidiárias, distribui, gera e comercializa energia elétrica no Brasil. Em 1998, foram constituídos

por uma *joint venture* formada pela VBC Energia, 521 Participações e Bonaire, com o intuito de combinarem seus interesses em companhias elétricas e de distribuição de energia elétrica no Brasil.

É uma das três maiores distribuidoras de energia elétrica do Brasil, com base no volume de 33.669 GWh distribuído para mais de 5,3 milhões de consumidores em 2003, sendo que sua Capacidade Instalada de geração foi de 812 MW. Atualmente, está repotenciando determinados ativos de geração e construindo seis novas usinas hidroelétricas, que se encontram em diferentes estágios de construção. Através destas medidas, espera-se aumentar sua Capacidade Instalada para 1.990 MW, ao longo dos próximos cinco anos, na medida em que suas novas usinas entrarem em operação. Após a construção destas usinas, acredita-se que será uma das quatro maiores geradoras de energia elétrica do setor privado no Brasil.

Também se conduz atividades de comercialização e presta serviços relacionados a energia elétrica para sociedades do grupo, bem como para terceiros. O quadro a seguir mostra uma visão geral da sua estrutura societária.



Fonte: CPFL Energia

Figura 4: Estrutura Societária

5.3.1 Histórico

A CPFL Energia tem suas origens na Companhia Paulista de Força e Luz - CPFL Paulista, constituída em 16 de novembro de 1912, como resultado da fusão de quatro pequenas empresas de energia que atuavam no interior paulista. Nesse período de quase 92 anos, a história societária da CPFL Paulista foi marcada por diversas etapas. Após 15 anos sob controle privado nacional, em 1927 a CPFL Paulista foi incorporada pelo grupo norte-americano *American Foreign Power Co.* (AMFORP), permanecendo sob seu controle até 1964, quando passou a ser controlada pela Eletrobrás, grupo estatal controlado pela União Federal. Em 1975, o controle acionário da CPFL Paulista foi transferido para a Companhia Energética de São Paulo - CESP, empresa controlada pelo Governo do Estado de São Paulo. Em 07 de novembro de 1997, por meio de processo de privatização, passou para o atual grupo controlador.

A partir de então, a CPFL Paulista iniciou uma trajetória de expansão empresarial delineada por seus controladores, que culminou, em agosto de 2002, com a conclusão do processo de reestruturação, levando ao atual status societário da CPFL Energia, como holding de controle.

5.3.2 Diretrizes de Governança Corporativa

Desde 2002 a CPFL Energia vem implantando as melhores práticas de Governança Corporativa. Destacamos a seguir alguns avanços significativos mais recentes:

Entre as ações desenvolvidas desde 2003 pode-se destacar:

- Alinhamento do Estatuto Social da CPFL Energia às disposições do Novo Mercado Bovespa;
- Alinhamento do Estatuto Social das Controladas diretas ao Estatuto Social da CPFL Energia;
- Início da verificação e, quando necessária, adequação dos processos internos de gestão aos requerimentos da legislação americana conhecida como “Sarbanes-Oxley Act”;
- Aprovação, pelo Conselho de Administração, das Diretrizes de Governança Corporativa da companhia e divulgação dos princípios de Governança Corporativa em uma publicação;
- Aprovação, pelo Conselho de Administração, do Regimento Interno do Conselho e dos seus Comitês de Assessoramento, que estão instalados e se reportam diretamente ao Conselho. O objetivo dos Comitês é adicionar valor, diligência e eficácia ao Conselho no cumprimento dos seus objetivos, que são os de fixar a orientação geral dos negócios e decidir sobre questões estratégicas da companhia.

5.3.2.1 Estrutura Administrativa

5.3.2.1.1 Conselho de Administração

O Conselho de Administração é responsável por fixar a orientação geral dos negócios. Dentre outras atribuições, é responsável por aprovar previamente as políticas empresariais e pela eleição de nossa Diretoria e supervisão do exercício de suas funções. Atualmente, é composto por doze membros e, em caso de empate em suas deliberações, o Presidente do Conselho tem o voto de qualidade. O Conselho de Administração se reúne pelo menos uma vez por mês, ou sempre que convocado por seu Presidente.

De acordo com a Lei das S. A.'s, cada conselheiro deve ser necessariamente acionista da Companhia e pode residir fora do Brasil. Nos termos do Estatuto Social, os conselheiros são eleitos em assembléia geral de acionistas com mandato de um ano, permitida a reeleição, podendo ser destituídos a qualquer momento por nossos acionistas reunidos em assembléia geral extraordinária. Os atuais membros do Conselho de Administração foram eleitos em Assembléia Geral realizada em 30 de abril de 2004 e seus mandatos expirarão em nossa próxima assembléia geral ordinária. O Estatuto Social da Companhia não prevê idade para aposentadoria compulsória de nossos conselheiros.

Em conformidade com o Acordo de Acionistas, seis membros do Conselho de Administração foram indicados pela VBC Energia, quatro membros indicados pela 521 Participações, e dois membros indicados pela Bonaire. Adicionalmente, o Presidente do Conselho de Administração foi indicado pela VBC Energia e o Vice-Presidente pela 521 Participações.

A tabela a seguir contém o nome e as posições dos membros do Conselho de Administração:

Tabela 19: Membros do Conselho de Administração

Nome	Posição
Carlos Ermírio de Moraes	Presidente
Jailson Rodrigues Ferreira	Vice-Presidente
Aloisio Macário Ferreira de Souza	Conselheiro
Carlos Alberto Cardoso Moreira	Conselheiro
Cid Alvim Lopes de Resende	Conselheiro
Deli Soares Pereira	Conselheiro
Francisco Caprino Neto	Conselheiro
Luiz Maurício Leuzinger	Conselheiro
Mário da Silveira Teixeira Júnior	Conselheiro
Otávio Carneiro de Rezende	Conselheiro
Rosa Maria Said	Conselheiro
Susana Hanna Stiphan Jabra	Conselheiro

Fonte: CPFL Energia

5.3.2.1.2 Diretoria Executiva

A Diretoria Executiva é responsável pela administração cotidiana das operações. Nos termos do Estatuto Social, a Diretoria é composta por seis membros eleitos pelo Conselho de Administração, com mandato de três anos, permitida a reeleição.

A tabela a seguir contém o nome e a posição de cada um dos Diretores, eleitos em 28 de agosto de 2002, exceto o Sr. José Antonio Filippo, que foi eleito em 30 de junho de 2004.

Tabela 20: Membros da Diretoria de Administração

Nome	Posição
Wilson Ferreira Junior	Diretor Presidente
Helio Viana Pereira	Diretor Vice-Presidente de Distribuição
José Antonio de Almeida Filippo	Diretor Vice-Presidente Financeiro e de Relações com Investidores
Miguel Normando Abdalla Saad	Diretor Vice-Presidente de Geração
Paulo Cezar Coelho Tavares	Diretor Vice-Presidente de Gestão de Energia
Reni Antonio da Silva	Diretor Vice-Presidente de Estratégia e Regulação

Fonte: CPFL Energia

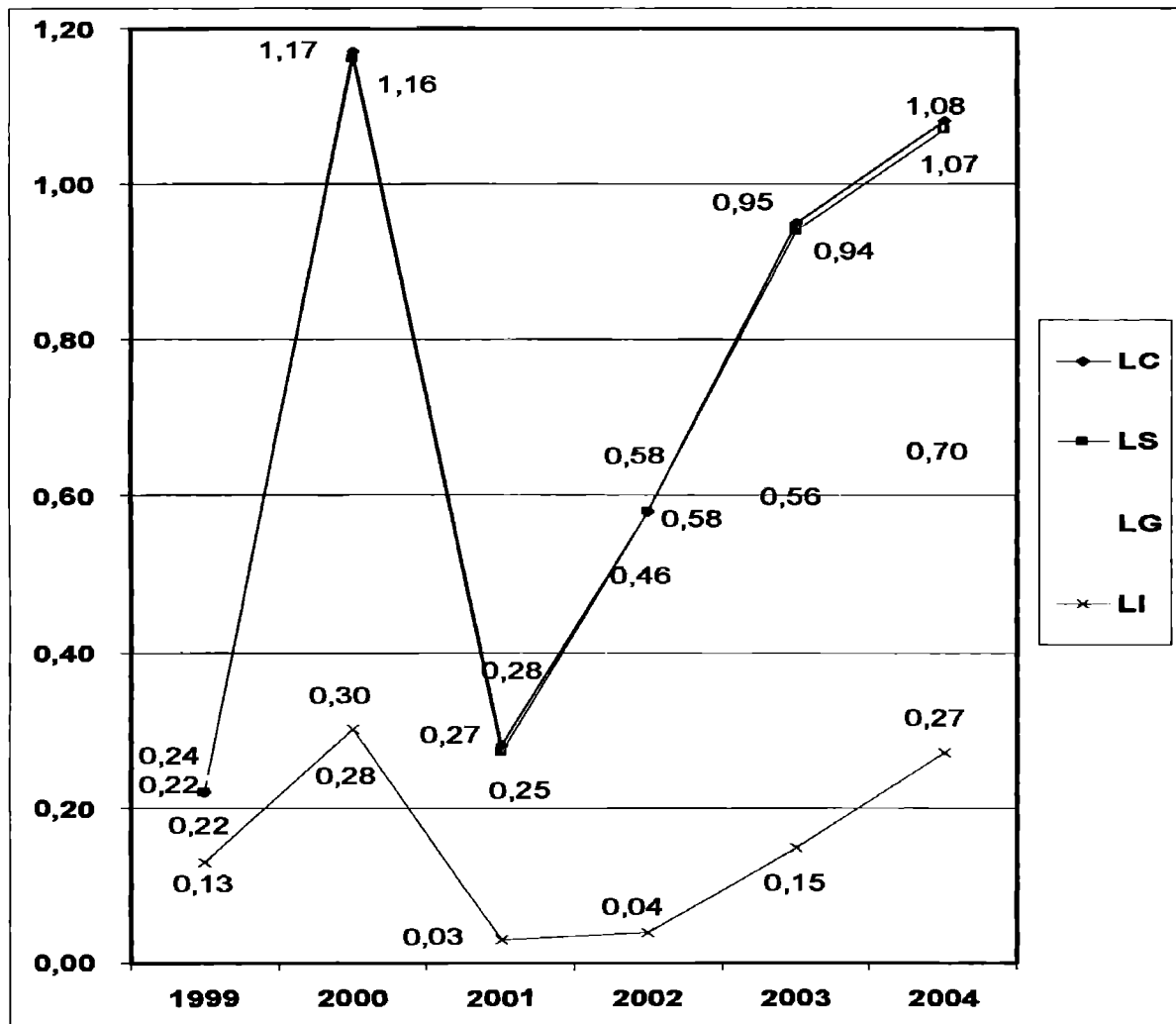
5.3.3 Análise das Demonstrações Financeiras

Apresenta-se a seguir os resultados dos indicadores financeiros obtidos através das demonstrações financeiras da CPFL Energia.

5.3.3.1 Liquidez

Tabela 21: Índices de Liquidez

Contas	Índices de Liquidez					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
LC	0,22	1,17	0,28	0,58	0,95	1,08
LS	0,22	1,16	0,27	0,58	0,94	1,07
LG	0,24	0,28	0,25	0,46	0,56	0,70
LI	0,13	0,30	0,03	0,04	0,15	0,27

**Gráfico 9: Índices de Liquidez**

Aqui se tem uma definição da política financeira dotada pela CPFL, com um aumento dos quatro índices de liquidez desde de 2001, podendo ser considerado como início do processo de implantação da Governança Corporativa na sociedade.

5.3.3.2 Endividamento

Tabela 22: Endividamento

Contas	Endividamento					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
PCTRT	1,07	1,18	1,25	0,82	0,71	0,67
GCPCT	(0,06)	(0,15)	(0,20)	0,21	0,40	0,49
CE	0,80	0,19	0,49	0,48	0,30	0,36

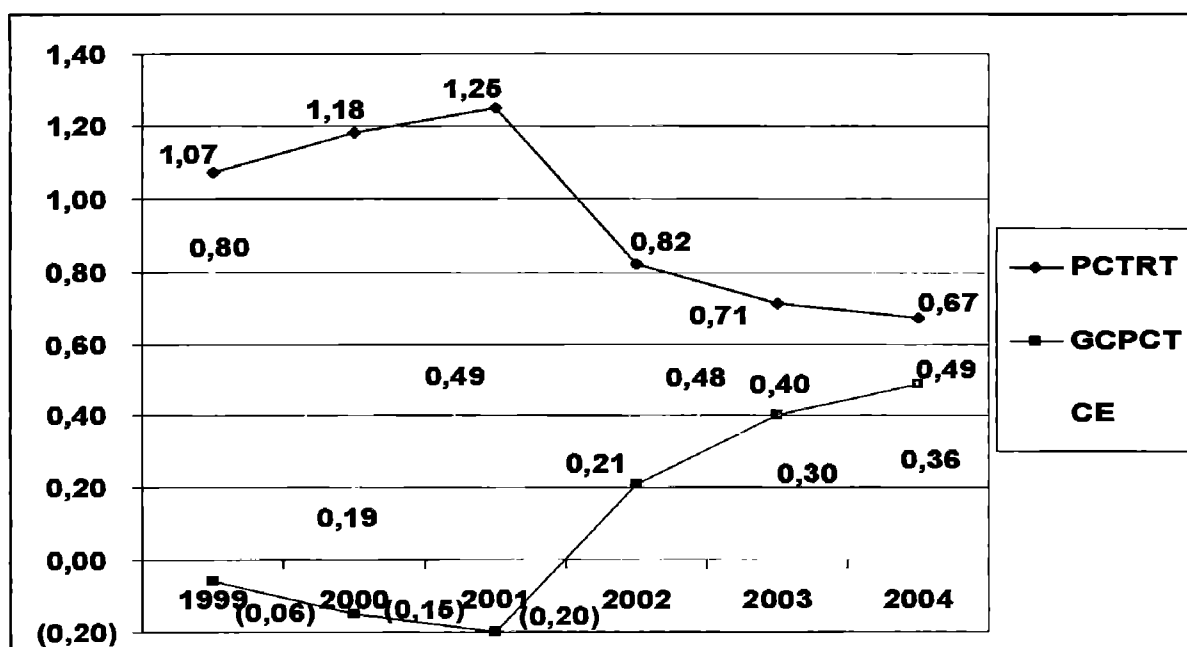


Gráfico 10: Endividamento

Nota-se que, com o início da presença da Governança Corporativa, desde 2001, os índices de endividamento vem melhorando em relação aos anos anteriores onde a CPFL não tinha nenhuma garantia de pagamento de suas dívidas.

5.3.3.3 Eficiência Operacional

Tabela 23: Posicionamento de Atividade

Contas	Posicionamento de Atividade			
	2001	2002	2003	2004
PMRV (Dias)	83	184	78	67
PMRE (Dias)	1	1	1	1
PMPF (Dias)	71	129	54	48
PA	1,18	1,43	1,46	1,42

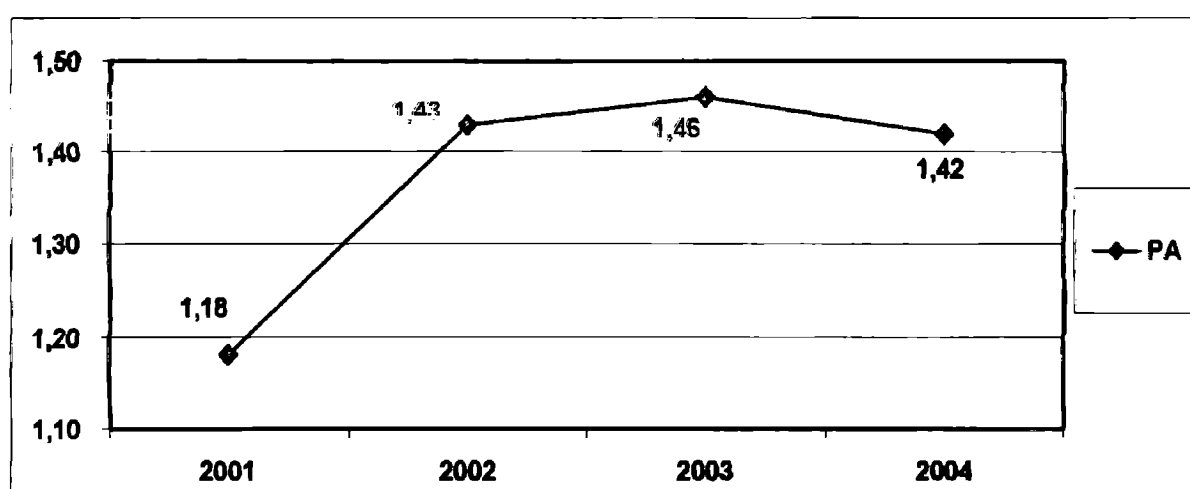


Gráfico 11: Posicionamento de Atividade

Percebe-se aqui a pouca diferença entre o recebimento de vendas e renovação de estoque com o pagamento de suas compras, tendo se mantido estável nos últimos três anos com a Governança Corporativa.

5.3.3.4 Rentabilidade

Tabela 24: Rentabilidade

Contas	Rentabilidade					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
TRI	(0,07)	(0,12)	(0,11)	(0,06)	(0,02)	0,02
TRLP				(0,32)	(0,09)	0,07

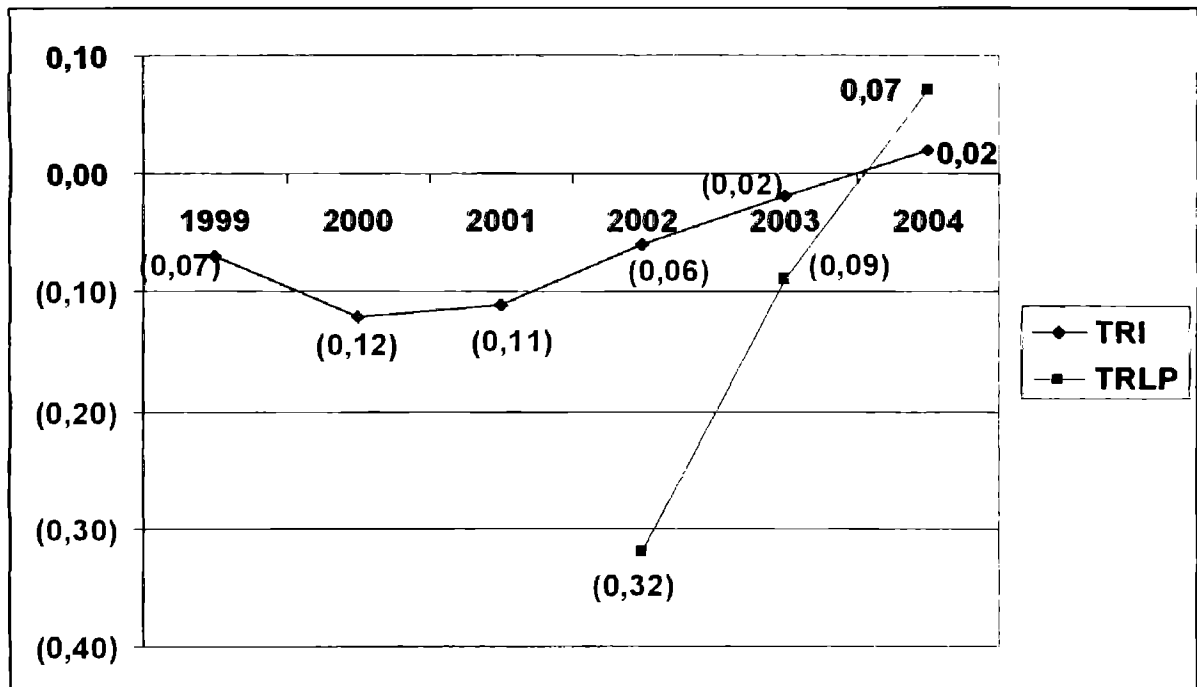


Gráfico 12: Rentabilidade

Somente no ano de 2004 a CPFL apresentou lucro em suas atividades. Nos anos de 1999, 2000 e 2001, a companhia apresentava patrimônio líquido negativo, assim não podendo ser identificado o retorno do investimento do capital investido pelos acionistas. Mas, a partir de 2002, com a Governança Corporativa, tem-se a redução de prejuízos consecutivos.

5.4 DASA – Diagnósticos da América S. A.

A Diagnósticos da América S. A. é a maior empresa de análises clínicas e de diagnósticos por imagem do setor privado na América Latina, em termos de receita operacional bruta e de quantidade de requisições.

Sua atuação se dá por meio de seis marcas distintas: Club DA, Delboni Auriemo e Lavoisier, em São Paulo; Club DA, Lâmina e Bronstein, no Rio de Janeiro; e Delboni Auriemo e Curitiba Santa Casa, em Curitiba.

São 148 unidades de atendimento, onde equipes treinadas coletam amostras para o processamento de exames de análises clínicas e obtém imagens para diagnóstico. A DASA oferece mais de 3 mil diferentes exames de análises clínicas e de diagnósticos por imagem.

As amostras de exames clínicos são processadas em três laboratórios centrais localizados em Barueri, na região metropolitana de São Paulo, no Rio de Janeiro e em Curitiba. As imagens de diagnóstico são analisadas por médicos que são sócios ou funcionários de clínicas médicas especializadas, as quais são

contratadas para interpretar as imagens e produzir os laudos de exames de diagnóstico por imagem.

As ações da DASA começaram a ser negociadas no Novo Mercado da BOVESPA em 19 de novembro de 2004, com a adesão da companhia às melhores práticas de Governança Corporativa.

5.4.1 Histórico

Sua história remonta a 1961, quando Dr. Humberto Delboni e Dr. Raul Dias dos Santos fundaram o Laboratório de Análises Clínicas MAP, em São Paulo. Dr. Caio Auriemo, atual Diretor Presidente, ingressou na companhia em 1974, a qual teve sua denominação alterada para Laboratório Clínico Delboni Auriemo S/C Ltda., ou Delboni Auriemo, em 1985. A partir de 1982, começa-se a oferecer exames de diagnóstico por imagem conjuntamente com os exames de análises clínicas já oferecidos até então, e em 1996 construiu seu laboratório central em Barueri, São Paulo, o qual se acredita, segundo a DASA, ser o maior laboratório de processamento de exames de análises clínicas na América Latina.

Em julho de 1999, diversos fundos de investimento liderados por Pátria – Banco de Negócios, Assessoria, Gestão e Participação Ltda., ou Pátria, adquiriram uma participação na companhia. Juntamente com Dr. Caio Auriemo, esses fundos controlam a companhia indiretamente, por meio da Platypus S. A. e da DASA Participações S. A., principal acionista. Em outubro de 1999, Delboni Auriemo adquiriu o laboratório Bio-Ciência/Lavoisier Análises Clínicas S. A., ou Lavoisier,

tornando-se a maior empresa prestadora de serviços de medicina diagnóstica da América Latina. Em setembro de 2000, Lavoisier foi incorporado por Delboni Auriemo, e a companhia resultante teve sua denominação social alterada para Diagnósticos da América S. A..

Em dezembro de 2000, adquiriram Bronstein Administradora Laboratorial S. A. e Laboratório Bronstein S. A., companhias que conjuntamente compunham a maior empresa de serviços de medicina diagnóstica do Rio de Janeiro. Em março de 2001, prosseguiram com a aquisição de Corlab – Laboratório de Patologia Clínica S. A. e Lâmina – Laboratório de Análises Clínicas e Investigações Anátomo- Patológicas S. A., companhias que conjuntamente compunham a terceira maior empresa de serviços de medicina diagnóstica do Rio de Janeiro. Em janeiro de 2003, expandiram suas operações para a cidade de Curitiba, no Estado do Paraná, adquirindo o Laboratório de Patologia Clínica Curitiba S. A., que também foi incorporado a companhia.

5.4.2 Diretrizes de Governança Corporativa

As boas práticas de Governança Corporativa criam mecanismos eficientes para garantir que o comportamento dos executivos responsáveis pela gestão da empresa reflita os interesses de seus acionistas. Entre os instrumentos de fiscalização e controle da gestão das companhias, podem ser citados: (i) um conjunto de deveres legais atribuídos aos administradores e acionistas controladores; (ii) atuação independente do Conselho de Administração e (iii) um

sistema de informações eficiente. A adoção de tais práticas assume, como linhas mestras de conduta, a ampla transparência, a prestação de contas e a equidade. Para tal, o Conselho de Administração, representante dos acionistas, deve exercer seu papel de (i) estabelecer estratégias para a empresa; (ii) eleger a Diretoria; (iii) fiscalizar e avaliar o desempenho da gestão e (iv) escolher a auditoria independente.

5.4.2.1 Estrutura Administrativa

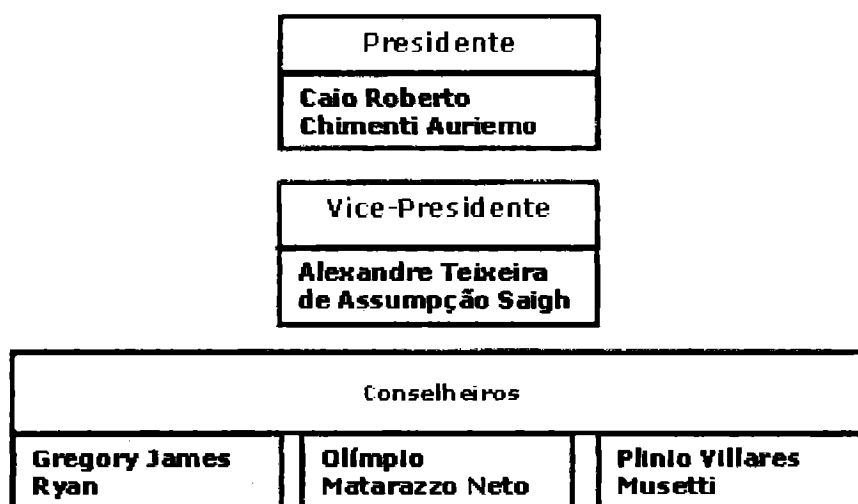
5.4.2.1.1 Conselho de Administração

O Conselho de Administração é o órgão de deliberação colegiada, responsável pelo estabelecimento das políticas gerais de negócios, incluindo a estratégia de longo prazo. É responsável também, dentre outras atribuições, por supervisionar a gestão dos diretores.

De acordo com o Estatuto Social da Companhia, o Conselho de Administração deve ser composto de no mínimo 5 (cinco) e, no máximo, 7 (sete) membros, todos acionistas, eleitos pela Assembleia Geral, para mandato de um ano, sendo permitida a reeleição.

Atualmente, o Conselho de Administração é formado por cinco membros, eleitos na Assembleia Geral Ordinária realizada em 29 de abril de 2004 e na Assembleia Geral Extraordinária realizada em 19 de outubro de 2004. O mandato é válido até abril de 2005.

As reuniões do Conselho de Administração ocorrem, ordinariamente, a cada três meses, podendo também o Presidente ou o Vice-Presidente do Conselho de Administração convocar reuniões extraordinárias. Todas as decisões do Conselho de Administração são tomadas pela maioria dos votos dos membros presentes a qualquer reunião.



Fonte: DASA

Figura 5: Composição do Conselho de Administração

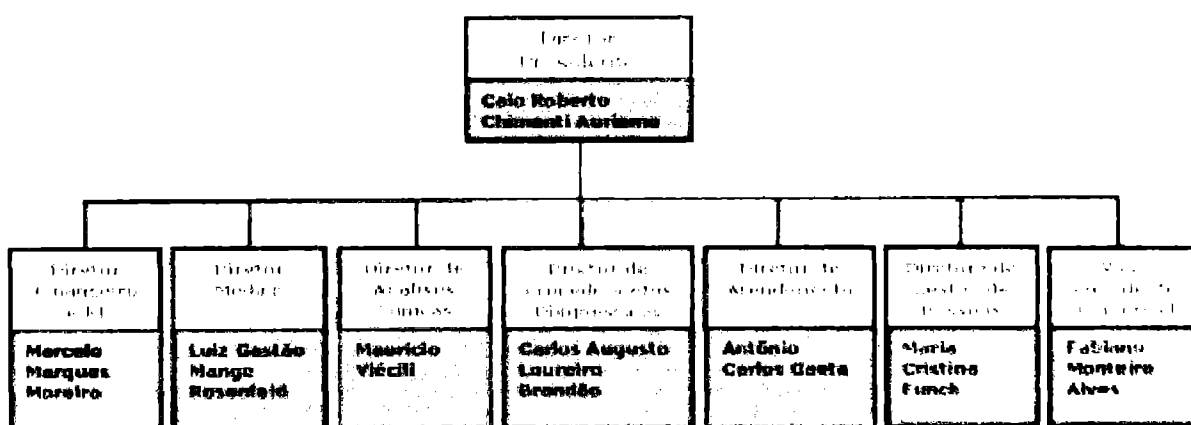
5.4.2.1.2 Diretoria Executiva

Os Diretores são os representantes legais, responsáveis, principalmente, pela administração cotidiana da Companhia e pela implementação das políticas e diretrizes gerais estabelecidas pelo Conselho de Administração.

De acordo com o Estatuto Social, a Diretoria deve ser composta por no mínimo 5 (cinco) e no máximo 9 (nove) membros, todos eleitos por nosso Conselho

de Administração para mandato de três anos, podendo, a qualquer tempo, serem por ele destituídos.

Atualmente, a Diretoria é formada por 8 (oito) membros, eleitos em reunião do Conselho de Administração realizada em 29 de abril de 2004, com mandato até a realização da Assembléia Geral de 2007, com exceção do Dr. Fabiano Monteiro Alves, que foi eleito em 7 de janeiro de 2005, com mandato até 2008.



Fonte: DASA

Figura 6: Composição da Diretoria

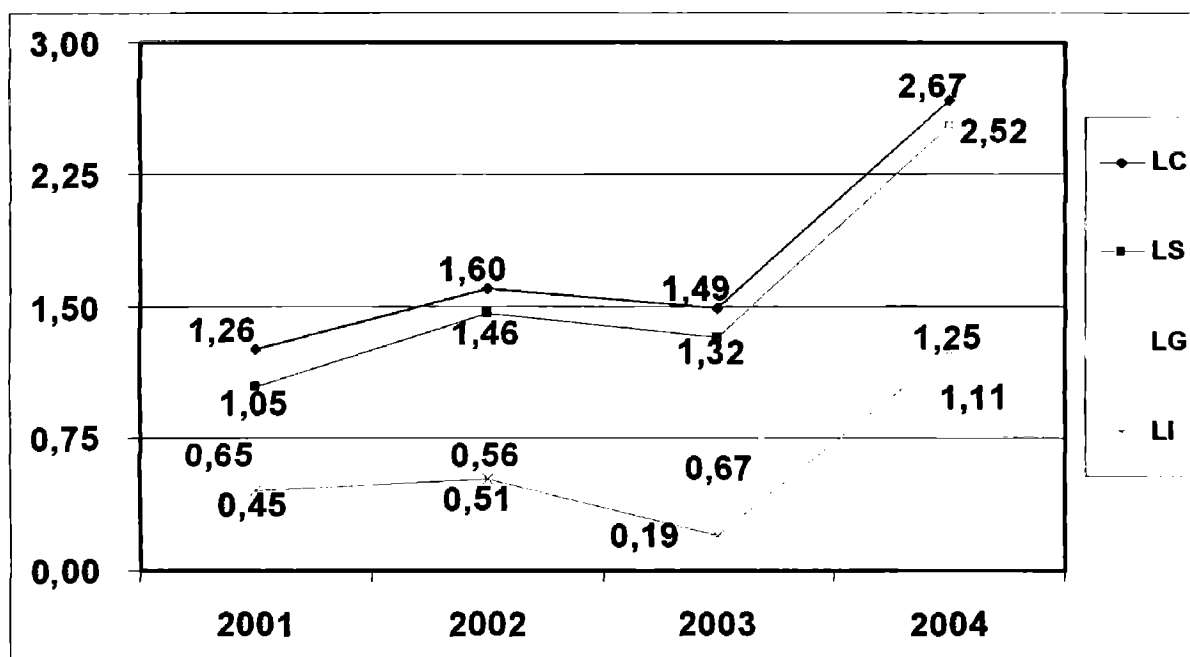
5.4.3 Análise das Demonstrações Financeiras

Apresenta-se a seguir os resultados dos indicadores financeiros obtidos através das demonstrações financeiras da DASA.

5.4.3.1 Liquidez

Tabela 25: Índices de Liquidez

Contas	Índices de Liquidez			
	2001	2002	2003	2004
LC	1,26	1,60	1,49	2,67
LS	1,05	1,46	1,32	2,52
LG	0,65	0,56	0,67	1,11
LI	0,45	0,51	0,19	1,25

**Gráfico 13: Índices de Liquidez**

Nota-se que a DASA possui altos níveis de liquidez, pois ela necessita de capital para efetuar o pagamento de suas contas, como se verá a seguir. Assim, ela demonstra que possui capacidade de saldar suas dívidas de curto e longo prazo.

5.4.3.2 Endividamento

Tabela 26: Endividamento

Contas	Endividamento			
	2001	2002	2003	2004
PCTRT	0,50	0,64	0,61	0,52
GCPCT	0,99	0,57	0,63	0,92
CE	0,48	0,33	0,39	0,38

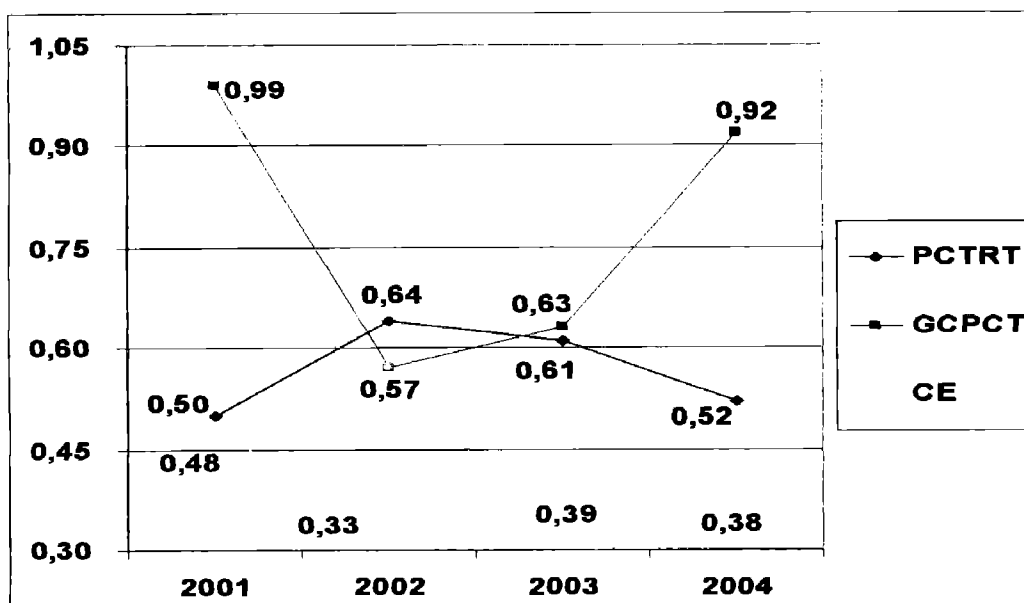


Gráfico 14: Endividamento

Mesmo com altos índices de liquidez, a companhia conseguiu elevar sua garantia de pagamento de dívidas e reduzir a participação de capitais de terceiros no seu balanço.

5.4.3.3 Eficiência Operacional

Tabela 27: Posicionamento de Atividade

Contas	Posicionamento de Atividade		
	2002	2003	2004
PMRV	60	65	78
PMRE	17	20	18
PMPF	24	25	25
PA	3,21	3,40	3,84

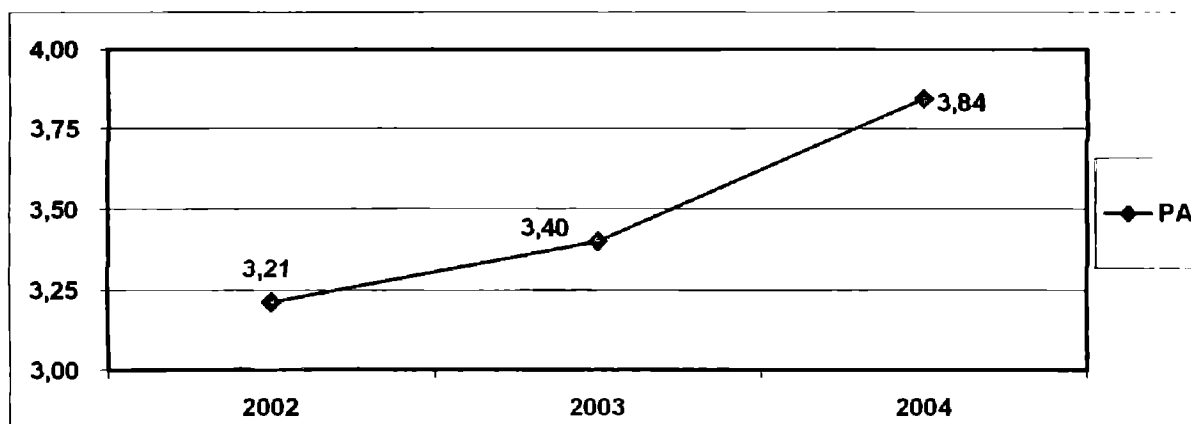


Gráfico 15: Posicionamento de Atividade

Este é o motivo dos altos níveis de liquidez, pois a DASA efetua o pagamento de seus fornecedores numa média de 15 a 20 dias, mas somente recebe o resultado da prestação de seus serviços em torno de 67 dias.

5.4.3.4 Rentabilidade

Tabela 28: Rentabilidade

	Rentabilidade			
Ano	2001	2002	2003	2004
TRI	(0,04)	(0,10)	(0,02)	(0,04)
TRPL	(0,10)	(0,29)	(0,06)	(0,08)

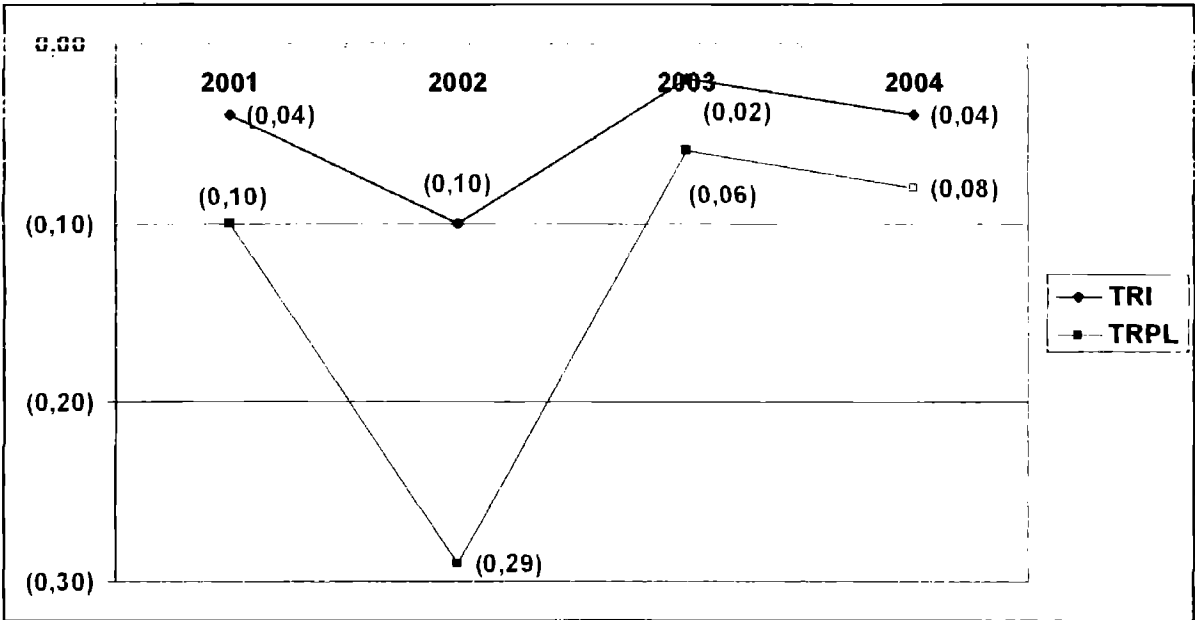


Gráfico 16: Rentabilidade

Mas, infelizmente, a sociedade em questão, mesmo com esta política financeira, ela precisa aumentar suas vendas de serviços para que possa gerar valor aos seus acionistas e aumentar o seu patrimônio.

5.5 GRENDENE –Grendene S. A.

5.5.1 Histórico

Plásticos Grendene Ltda., foi constituída em 25 de fevereiro de 1971, originalmente sob a forma de sociedade por quotas de responsabilidade limitada, com o objetivo de operar no ramo de industrialização de plásticos em geral. Na época da constituição da Companhia, suas atividades estavam voltadas para a fabricação de embalagens plásticas para garrações de vinho, uma inovação num mercado que até então apenas produzia tais embalagens em vime.

Em meados da década de 70, ampliou-se o leque de atividades e se iniciou a fabricação de peças de plástico para máquinas e implementos agrícolas e, em seguida, tornou-se fornecedores de componentes para calçados, tais como solados e saltos, tendo sido pioneiros na utilização da poliamida (*nylon*) como matéria-prima para a fabricação de tais componentes.

Em 26 de novembro de 1979, a razão social foi alterada para Grendene S. A., em função da transformação da companhia em sociedade por ações.

Ainda naquele ano, utilizando a tecnologia desenvolvida para a fabricação de componentes de calçados, lançou-se a primeira sandália plástica, sob a marca *Nuar*. No início da década de 80, inspirados nas tendências de moda dos grandes centros, lançou-se uma coleção de sandálias plásticas com a marca *Melissa* e, em meados da década de 80, no Brasil as sandálias *Rider*, uma nova geração de calçados com *design* diferenciado e conforto. Alguns anos após o seu lançamento, as sandálias *Rider* se consolidaram como um autêntico calçado *after-sport* e se tornaram sinônimo de um gênero de produtos.

Em 1993, primordialmente em razão de benefícios fiscais concedidos pelo Estado do Ceará e da localização territorial estratégica para fins de exportação, transferiu-se o centro de operações fabris, até então localizados em Farroupilha, Rio Grande do Sul (RS), para a cidade de Sobral, no Ceará (CE).

Em 2001, lançou-se um novo produto: as sandálias *Ipanema*. Em julho de 2002, firmou-se uma parceria com a *top model* Gisele Bündchen para o lançamento de um produto que leva a sua assinatura: *Ipanema by Gisele Bündchen*. Em 2004 vendeu 145,2 milhões de pares de calçados, considerando todos os segmentos da companhia.

Em 15 de maio de 2003, a sede da companhia foi transferida para a cidade de Sobral, CE.

A Grendene S. A., abriu seu capital através de oferta pública secundária de ações ordinárias, cuja distribuição teve início em 28 de outubro de 2004. A abertura de capital se deu no âmbito do Novo Mercado da BOVESPA, que caracteriza o mais alto nível de Governança Corporativa no Mercado de Capitais Brasileiro, tendo iniciado a negociação das ações em 29 de outubro de 2004, sob o código GRND3, possuindo 100 milhões de ações ordinárias em circulação, sendo 19.90% no mercado (*free-float*).

5.5.2 Diretrizes de Governança Corporativa

A Companhia é administrada por um Conselho de Administração e uma Diretoria. A partir da publicação do Anúncio de Início, a companhia estará sujeita a

determinadas regras relativas à administração que decorrem do Regulamento do Novo Mercado e do contrato de adesão ao Novo Mercado.

5.5.2.1 Estrutura Administrativa

5.5.2.1.1 Conselho de Administração

O Conselho de Administração é o órgão de deliberação colegiada, responsável pelo estabelecimento de suas políticas gerais de negócio, incluindo a estratégia de longo prazo. É responsável também, dentre outras atribuições, pela supervisão da gestão de seus diretores.

As decisões do Conselho de Administração são tomadas pela maioria dos votos dos membros presentes à reunião.

De acordo com a Lei das Sociedades por Ações, o Conselho de Administração deve ter no mínimo 3 membros, devendo cada um deles ser necessariamente acionista da Companhia, muito embora não exista um limite de participação acionária para tanto. O Regulamento do Novo Mercado, entretanto, prevê que o Conselho de Administração deve ter, no mínimo, 5 membros, eleitos pela assembléia geral, com mandato unificado de 1 (um) ano, sendo permitida a reeleição. Todos os membros do conselho de administração e da diretoria devem subscrever um termo de anuência dos administradores, condicionando a posse nos respectivos cargos à assinatura desse documento. Por meio do termo de anuência, os novos administradores da companhia responsabilizam-se pessoalmente a agir em

conformidade com o contrato do Novo Mercado, com o Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado e com o Regulamento do Novo Mercado.

Neste sentido, o Estatuto estabelece um número mínimo de 5 (cinco) conselheiros e máximo de 7 (sete) conselheiros. Os conselheiros são eleitos em assembléia geral de acionistas por um prazo de um ano, podendo ser destituídos por nossos acionistas reunidos em assembléia geral.

Atualmente, o Conselho de Administração é formado por 6 membros, eleitos na Assembléia Geral Extraordinária realizada em 18 de agosto de 2004, com mandato até a Assembléia Geral Ordinária de 2005.

Apresenta-se na tabela abaixo os nomes e posições dos membros do Conselho de Administração:

Tabela 29: Composição do Conselho de Administração

Nome	Posição
Alexandre Grendene Bartelle	Presidente do Conselho de Administração
Pedro Grendene Bartelle	Vice-Presidente do Conselho de Administração
Maílson Ferreira da Nóbrega	Conselheiro
Renato Ochman	Conselheiro
Elizabeth Bartelle Laybauer	Conselheira
Oswaldo de Assis Filho	Conselheiro

Fonte: GRENDENE

5.5.2.1.2 Diretoria Executiva

Os diretores são os representantes legais, responsáveis, principalmente, pela administração cotidiana da Companhia e pela implementação das políticas e diretrizes gerais estabelecidas pelo Conselho de Administração.

De acordo com a Lei das Sociedades por Ações, cada membro da Diretoria deve ser residente no país, podendo ser acionista ou não. Além disso, até, no máximo, um terço dos cargos do Conselho de Administração poderão ser preenchidos por membros da Diretoria.

Os diretores são eleitos pelo nosso Conselho de Administração com mandato de 3 anos, podendo, a qualquer tempo, ser por ele destituídos.

De acordo com o Estatuto, a Diretoria é composta de no mínimo 3 (três) e no máximo 5 (cinco) membros. Atualmente, a Diretoria é formada por 4 (quatro) membros, eleitos (ou cuja eleição foi ratificada) na reunião do Conselho de Administração realizada em 18 de agosto de 2004, com mandato até a primeira reunião do Conselho de Administração a ser realizada após a Assembléia Geral Ordinária de 2007.

Abaixo, apresenta-se os nomes e posições dos atuais membros de sua Diretoria.

Tabela 30: Composição da Diretoria

Nome	Posição
Alexandre Grendene Bartelle	Diretor Presidente
Pedro Grendene Bartelle	Diretor Vice-Presidente
Gelson Luis Rostirolla	Diretor Administrativo Financeiro e de Relações com Investidores
Rudimar Dall'Onder	Diretor Industrial e Comercial

Fonte: GRENDENE

5.5.3 Análise das Demonstrações Financeiras

Apresenta-se a seguir os resultados dos indicadores financeiros obtidos através das demonstrações financeiras da GRENDENE.

5.5.3.1 Liquidez

Tabela 31: Índices de Liquidez

Contas	Índices de Liquidez			
	2001	2002	2003	2004
LC	4,78	2,50	6,62	4,77
LS	3,61	2,00	5,15	4,04
LG	2,31	2,06	3,25	2,81
LI	1,16	0,91	2,19	1,81

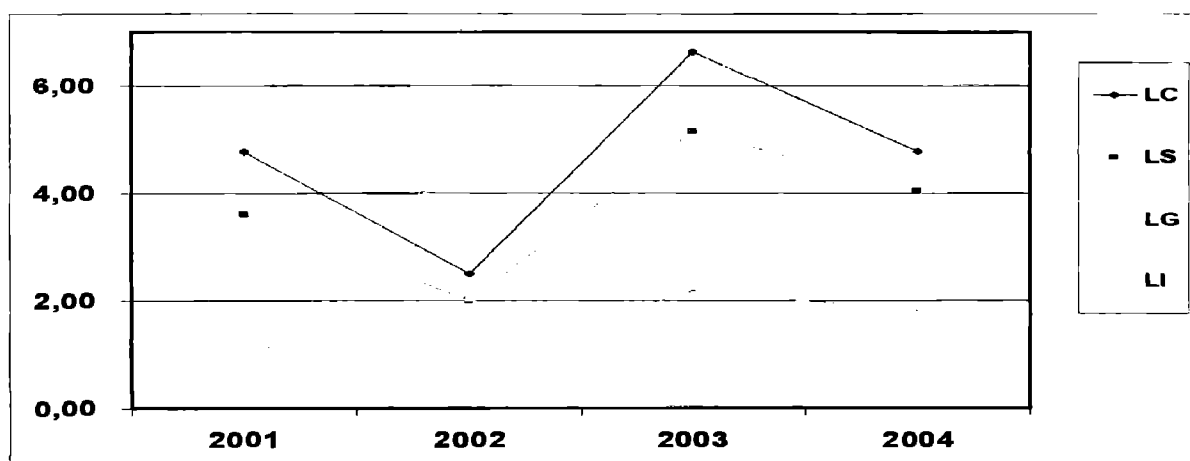


Gráfico 17: Índices de Liquidez

Nota-se que a GRENDENE possui altíssimos níveis de liquidez, pois ela necessita de capital para efetuar o pagamento de suas contas, como se verá a seguir. Assim, ela demonstra que possui capacidade de saldar suas dívidas de curto e longo prazo.

5.5.3.2 Endividamento

Tabela 32: Endividamento

Contas	Endividamento			
	2001	2002	2003	2004
PCTRT	0,31	0,39	0,25	0,30
GCPCT	2,20	1,54	3,02	2,36
CE	0,47	0,81	0,49	0,59

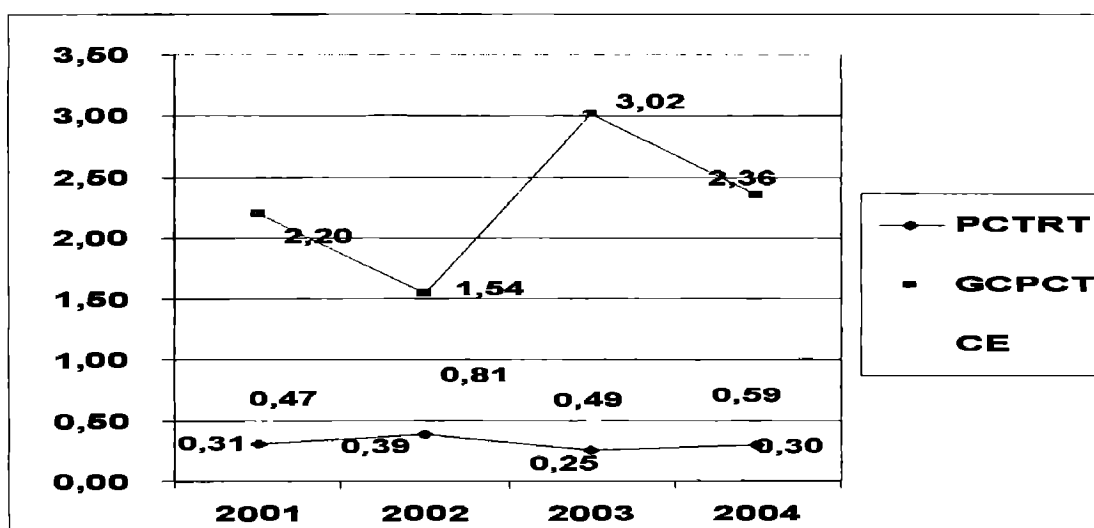


Gráfico 18: Endividamento

Aqui se tem demonstrado a capacidade de autofinanciamento da GRENDENE. Percebe-se que, em média, apenas 30% do capital da empresa é de terceiros, assim ela possui em torno de duas vezes a sua dívida em capital próprio como garantia.

5.5.3.3 Eficiência Operacional

Tabela 33: Posicionamento de Atividade

Contas	Posicionamento de Atividade		
	2002	2003	2004
PMRV	93	85	87
PMRE	100	109	69
PMPF	20	16	13
PA	9,65	12,13	12,00

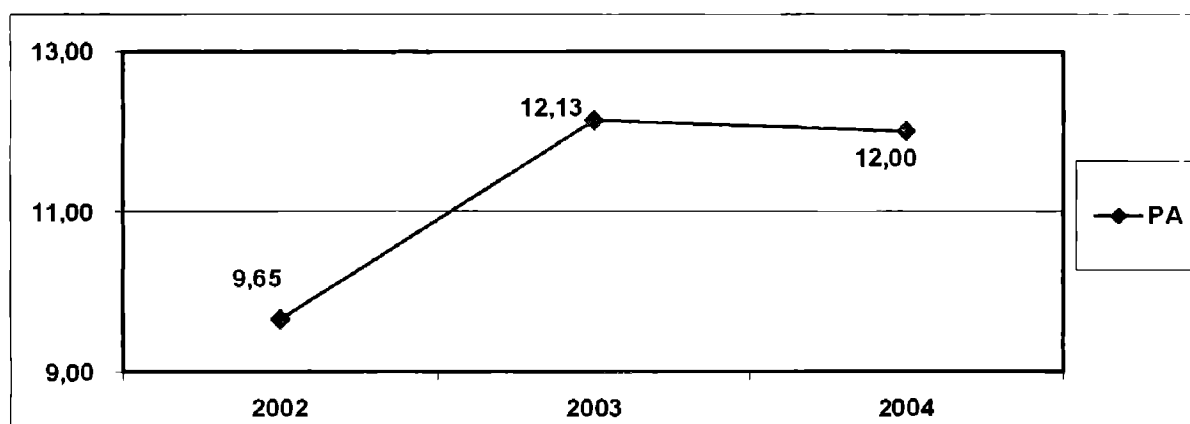


Gráfico 19: Posicionamento de Atividade

Este é o motivo dos altos níveis de liquidez, pois a GRENDENE efetua o pagamento de seus fornecedores numa média de 15 a 20 dias, mas somente recebe o resultado de suas vendas em torno de 88 dias.

5.5.3.4 Rentabilidade

Tabela 34: Rentabilidade

Contas	Rentabilidade			
	2001	2002	2003	2004
TRI	0,19	0,16	0,22	0,06
TRPL	0,28	0,27	0,29	0,09

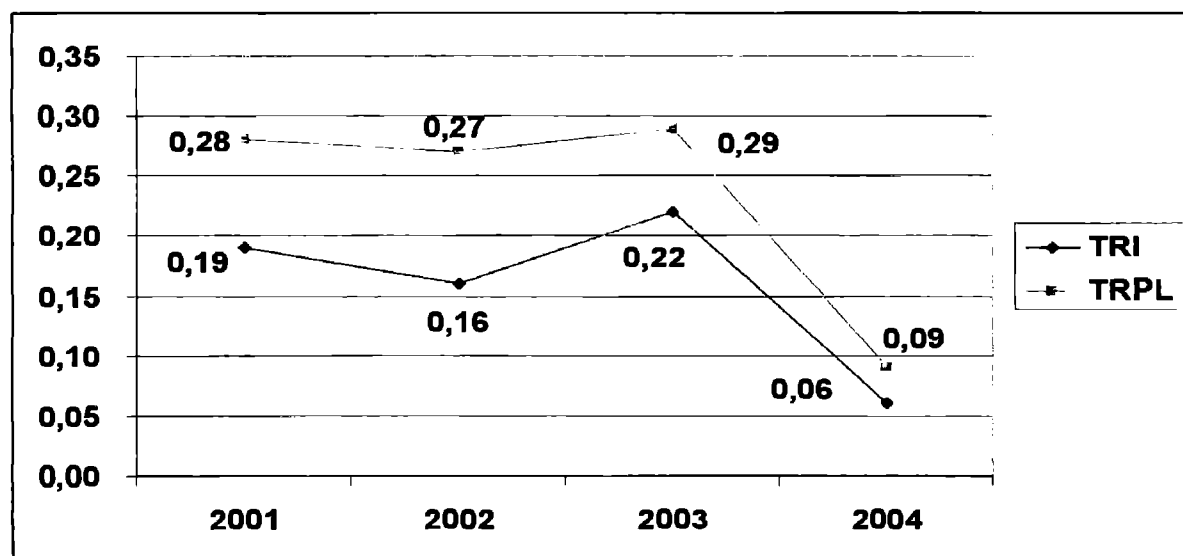


Gráfico 20: Rentabilidade

Mesmo tendo realizado lucro em todos os períodos estudados, a GRENDENE teve um declínio em seus lucros na ordem de 67% em 2004 em relação a 2003.

5.6 NATURA – Natura Cosméticos S. A.

A Natura distribui seus produtos primordialmente pela venda direta realizada por revendedoras autônomas, que não têm relação de emprego, a quem chamam *Consultoras Natura*. É uma companhia integrada que desenvolve, fabrica, distribui e comercializa cosméticos, fragrâncias e produtos de higiene pessoal e a sua marca é uma das mais reconhecidas marcas de cosméticos no Brasil. Oferece aos seus consumidores um portfólio de mais de 510 produtos. Atende o mercado brasileiro em mais de 5.000 municípios, por meio de sua rede de aproximadamente 355.000 *Consultoras Natura*. Possui ainda operações comerciais na Argentina, Chile e Peru e distribui seus produtos na Bolívia através de um distribuidor independente.

5.6.1 Diretrizes de Governança Corporativa

Em 2004, a Natura abriu seu capital e listou suas ações na BOVESPA, no segmento mais elevado de governança, que é o Novo Mercado. Ao efetuar esta listagem a Natura optou por ser uma das empresas que emitem apenas ações ordinárias e a ter no mínimo 25% das suas ações em circulação.

Anualmente, a Natura divulga suas demonstrações financeiras de acordo com os Padrões Internacionais (US GAAP), facilitando o entendimento de

investidores nas comparações com empresas internacionais. Criou também uma área específica de Relações com Investidores com profissionais preparados para atender a investidores nacionais e internacionais.

Trimestralmente, a Natura divulga seus resultados ao mercado de capitais e realiza teleconferências nas línguas portuguesa e inglesa para os investidores de todo mundo. A Natura realiza anualmente, no mínimo, uma reunião pública com analistas, atendendo também ao regulamento do Novo Mercado.

Ao entrar para o Novo Mercado, a Natura submeteu-se à Câmara de Arbitragem para assuntos de natureza acionária, onde o acionista minoritário pode ter tratamento privilegiado, comparativamente à justiça comum. Instituiu, também, as políticas de divulgação e de negociação de títulos de sua emissão e criou regras internas de conduta de seus colaboradores quanto ao uso de informações confidenciais.

A política de dividendos da Natura é estabelecida em seu Estatuto Social como um mínimo de 30% do lucro líquido anual. O Conselho de Administração, contudo, recomenda que esse percentual não seja inferior a 45% do lucro líquido do ano.

Do Conselho de Administração emanam as orientações que levam a Natura a pautar ativamente a relação com seus diferentes públicos, com base nos mais elevados padrões de transparência, responsabilidade e comprometimento.

A qualidade das informações divulgadas aos diversos públicos interessados na companhia segue e por vezes supera, as exigências legais para companhias abertas, atendendo recomendações da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC), da Associação Brasileira das Empresas de Capital Aberto (ABRASCA), do Instituto Ethos de Empresas e

Responsabilidade Social e da *Global Reporting Initiative* (GRI). Observa, igualmente, as normas de comunicação da CVM e da BOVESPA, no relacionamento com o mercado financeiro e de capitais, e na apresentação das demonstrações financeiras.

5.6.2 Análise das Demonstrações Financeiras

Apresenta-se a seguir os resultados dos indicadores financeiros obtidos através das demonstrações financeiras da NATURA.

5.6.2.1 Liquidez

Tabela 35: Índices de Liquidez

Contas	Índices de Liquidez			
	2001	2002	2003	2004
LC	1,11	1,12	1,07	1,47
LS	0,88	0,88	0,88	1,20
LG	0,61	0,68	0,78	1,22
LI	0,24	0,19	0,33	0,52

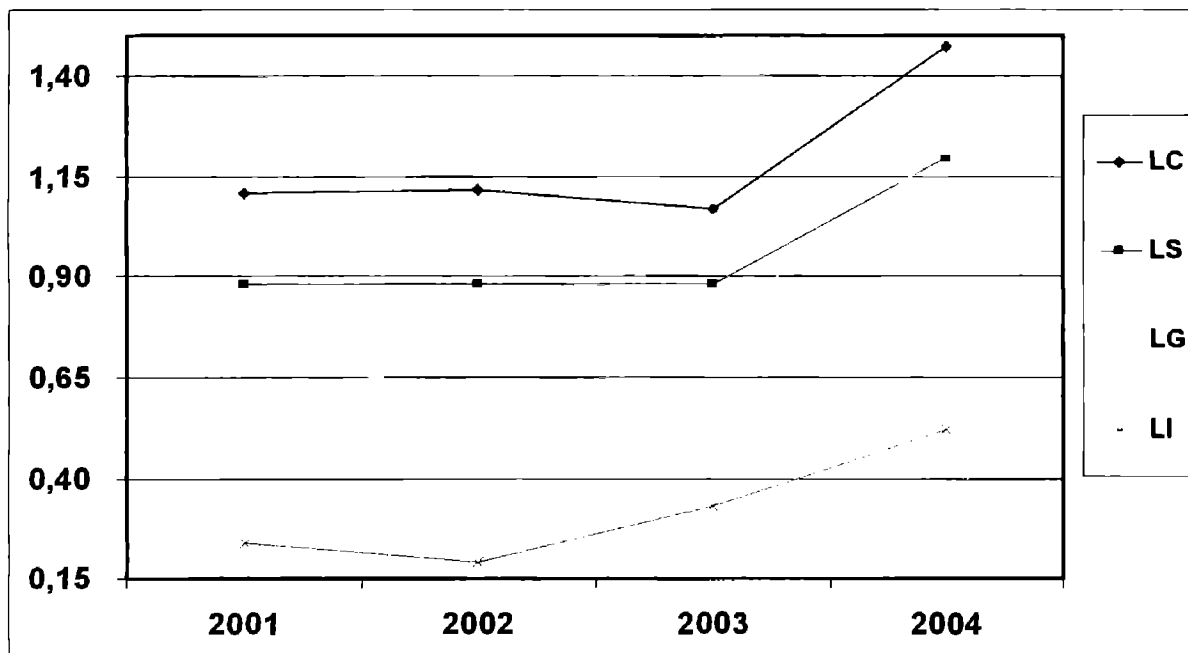


Gráfico 21: Índices de Liquidez

Nota-se uma tendência de manutenção da política financeira da NATURA, apenas com uma alta no último período analisado devido a um aumento em seu Ativo Realizável Total.

5.6.2.2 Endividamento

Tabela 36: Endividamento

Contas	Endividamento			
	2001	2002	2003	2004
PCTRT	0,87	0,86	0,83	0,57
GCPCT	0,15	0,16	0,20	0,75
CE	0,47	0,55	0,68	0,77

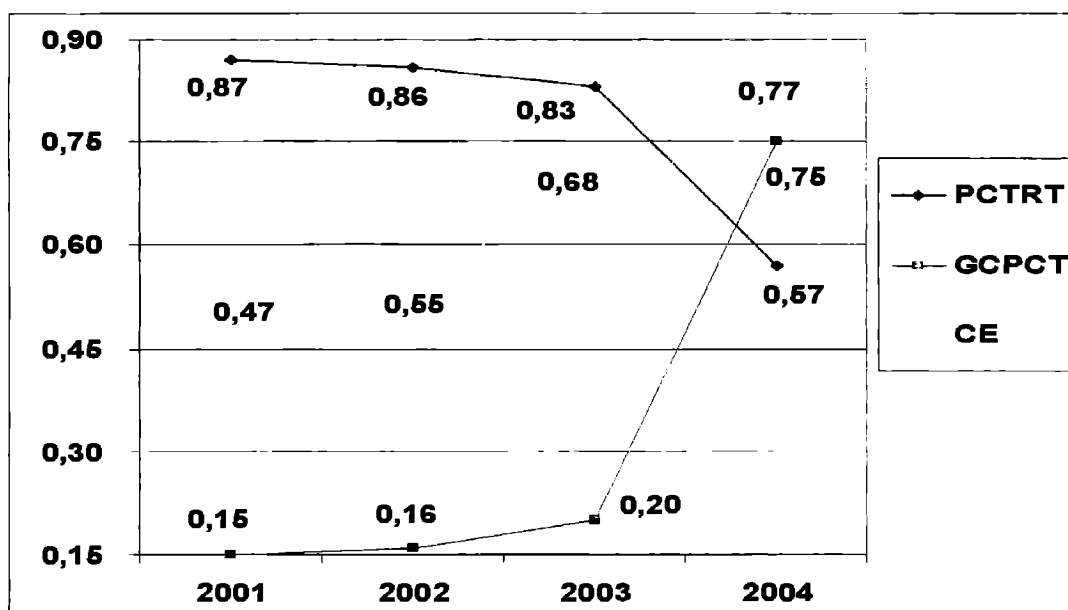


Gráfico 22: Endividamento

A NATURA melhorou seus indicadores de endividamento em 2004 em relação aos anos anteriores. Houve uma diminuição da participação de capitais de terceiros na empresa e um aumento do capital próprio como garantia de pagamento de dívidas.

5.6.2.3 Eficiência Operacional

Tabela 37: Posicionamento de Atividade

Contas	Posicionamento de Atividade		
	2002	2003	2004
PMRV	41	34	35
PMRE	109	62	76

Contas	Posicionamento de Atividade		
	2002	2003	2004
PMPF	73	50	47
PA	2,05	1,92	2,36

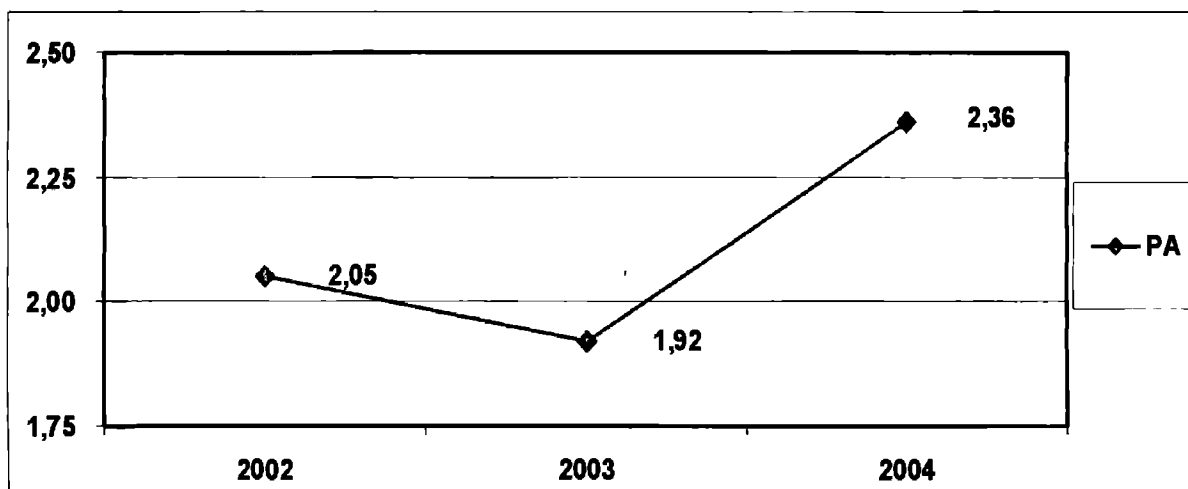


Gráfico 23: Posicionamento de Atividade

Nota-se que a NATURA possui um recebimento de suas vendas mais curto que o pagamento de seus fornecedores, mas ela tem um giro de estoque mais lento obrigando-a a ter um ativo circulante maior para pagar suas compras.

5.6.2.4 Rentabilidade

Tabela 38: Posicionamento de Atividade

Contas	Rentabilidade			
	2001	2002	2003	2004
TRI	0,02	0,03	0,09	0,30

Contas	Rentabilidade			
	2001	2002	2003	2004
TRPL	0,12	0,24	0,53	0,69

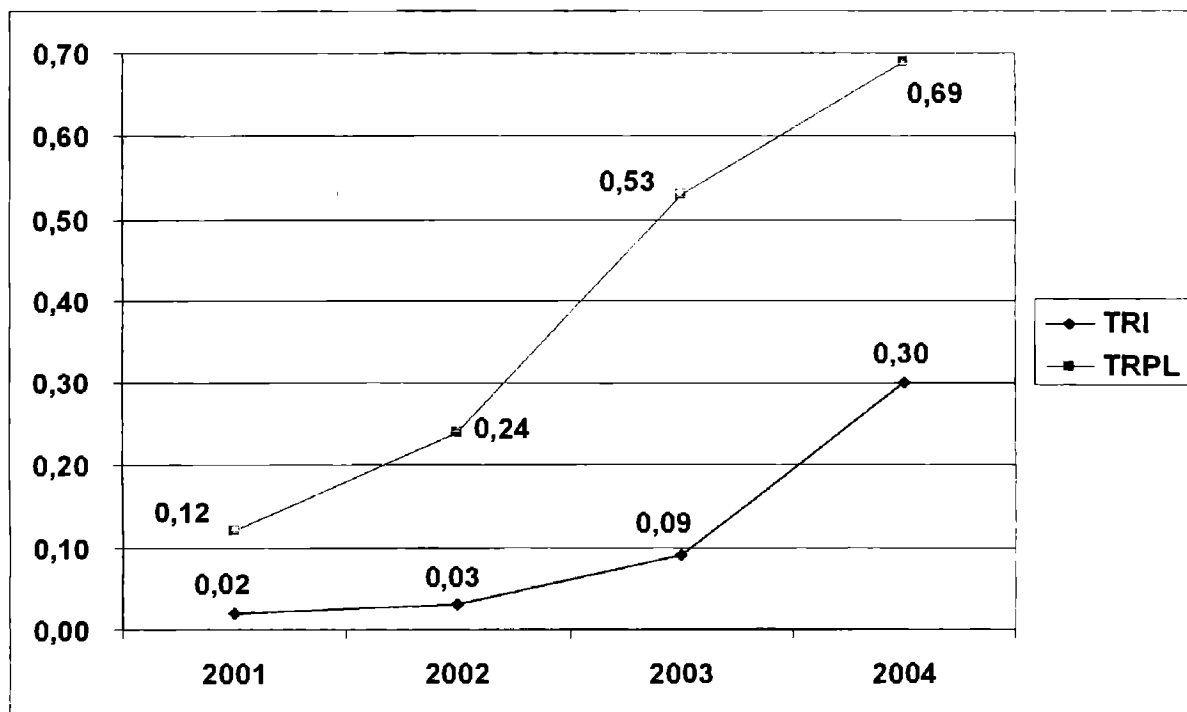


Gráfico 24: Rentabilidade

Desde o ano de 2001, a NATURA vem registrando crescimento em seus lucros, com um crescimento ainda maior o ano de implantação da Governança Corporativa. Assim aumentando o valor da empresa e gerando valor aos acionistas

5.7 PORTO SEGURO – Porto Seguro S. A.

Embora tenha sido constituída como uma holding em setembro de 1997, a história da companhia começou em 1945, quando sua subsidiária Porto Seguro começou a vender seguros na cidade de São Paulo.

A Companhia oferece, por intermédio de suas subsidiárias diretas e indiretas (Porto Seguro, Porto Seguro Saúde, Porto Seguro Vida, Porto Seguro Uruguay e Azul Seguros), ampla gama de produtos de seguro, incluindo seguro de automóvel, saúde, patrimoniais e de acidentes pessoais, de vida (incluindo previdência) e seguros de transportes, para pessoas físicas, famílias, empresas e entidades governamentais no Brasil, especialmente no estado de São Paulo, e no Uruguai.

Com base nos prêmios auferidos, conforme dados de 2004 da Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e da Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS), a Porto Seguro foi a maior seguradora de automóveis, a terceira em saúde, a décima primeira em outros tipos de seguros patrimoniais e a décima segunda em vida no Brasil. Já no Uruguai, a Porto Seguro Uruguay é a segunda maior seguradora de automóveis. A participação da companhia no mercado total de seguros no Brasil tem se mantido relativamente estável desde 2001, e foi de 7,9% em 2004.

Em 31 de dezembro de 2004, a companhia tinha aproximadamente 1,5 milhões de clientes, que eram titulares de 1,8 milhões de apólices, com cobertura de cerca de 2,9 milhões de itens segurados, compreendendo pessoas e bens.

A principal linha de produtos da companhia é a de seguro de automóvel, que respondeu por R\$ 1.372,9 milhões e R\$ 1.846,5 milhões, ou 60,9% e 67,9%, do total de prêmios auferidos em 2003 e 2004, respectivamente. A segunda maior linha de produtos é a de seguro saúde, que respondeu por R\$ 373,1 milhões e R\$ 450,4

milhões, ou 16,5% e 16,6%, do total de prêmios auferidos em 2003 e 2004, respectivamente.

Em novembro de 2003, a companhia ampliou sua presença no mercado de seguros por meio da aquisição da Azul Seguros, que oferece seguro de automóvel, seguros patrimoniais e seguros de vida (excluindo os produtos de previdência). Antes da aquisição, a Azul Seguros denominava-se AXA Brasil e era subsidiária da seguradora multinacional francesa AXA.

5.7.1 Diretrizes de Governança Corporativa

As ações da PORTO SEGURO são negociadas no Novo Mercado, assim devendo cumprir o contrato de Adesão da BOVESPA e o Regulamento de Listagem.

5.7.1. Estrutura Administrativa

5.7.1..1 Conselho de Administração

A companhia é administrada pelo Conselho de Administração, que atualmente tem 7 membros. Os conselheiros são eleitos durante as assembleias gerais ordinárias de acionistas para cumprir mandatos de um ano. Os conselheiros devem ser acionistas da companhia. Os conselheiros podem ser destituídos pelos

acionistas a qualquer tempo. As responsabilidades do Conselho de Administração incluem o estabelecimento das políticas gerais da companhia, a eleição dos diretores, a supervisão da administração e a aprovação de determinadas operações da companhia. O Conselho de Administração, em conformidade com o Estatuto Social, é composto por no mínimo cinco e no máximo sete membros. Atualmente, o Conselho de Administração tem a seguinte composição:

Tabela 39: Composição do Conselho de Administração

Nome	Posição
Jayme Brasil Garfinkel	Presidente
Casimiro Blanco Gomez	Vice-Presidente
Jayme Blay	Conselheiro
Marco Antonio Vettori	Conselheiro
Mario Urbinati	Conselheiro
Manoel Sabino Neto	Conselheiro
Paulo Antonio da Silva Abamo	Conselheiro

Fonte: PORTO SEGURO

5.7.1..2 Diretoria Executiva

A Diretoria é composta de, no mínimo, 3 e, no máximo, 5 membros, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo Conselho de Administração, sendo um diretor presidente, um diretor financeiro, o qual exercerá também as funções de diretor de

relações com investidores, um diretor jurídico, e os demais diretores sem designação específica, com prazo de gestão de um ano, permitida a reeleição. Os Diretores são responsáveis pela execução das decisões do Conselho de Administração e pela administração cotidiana da companhia. Cada diretor também tem responsabilidades individuais que são determinadas pelo Conselho de Administração.

Os atuais Diretores são os seguintes:

Tabela 40: Composição da Diretoria

Nome	Posição
Jayme Brasil Garfinkel	Diretor Presidente
Mario Urbinati	Diretor Financeiro e de Relações com Investidores
Luiz Paulo Horta de Siqueira	Diretor Jurídico

Fonte: PORTO SEGURO

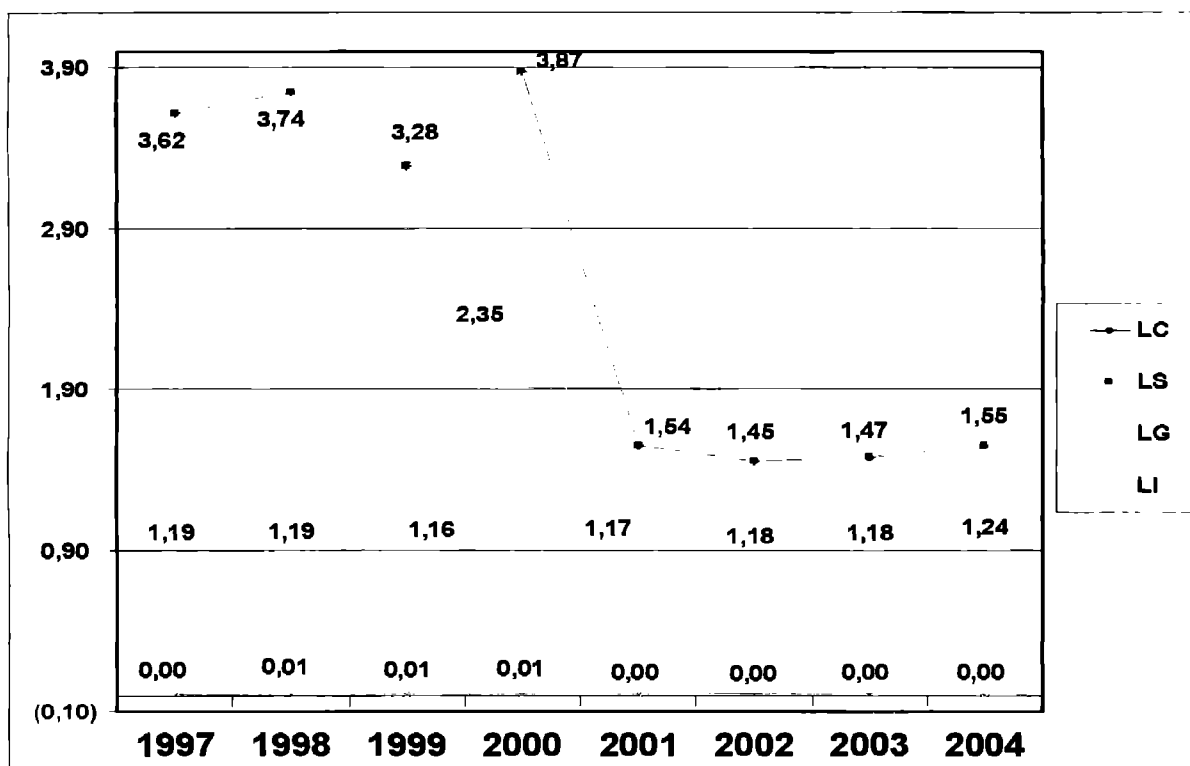
5.7.2 Análise das Demonstrações Financeiras

Apresenta-se a seguir os resultados dos indicadores financeiros obtidos através das demonstrações financeiras da PORTO SEGURO.

5.7.2.1 Liquidez

Tabela 41: índices de Liquidez

Contas	Índices de Liquidez							
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
LC	3,62	3,74	3,28	3,52	1,54	1,45	1,47	1,55
LS	3,62	3,74	3,28	3,52	1,54	1,45	1,47	1,55
LG	1,19	1,19	1,16	3,01	1,17	1,18	1,18	1,24
LI	0,00	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00

**Gráfico 25: Índices de Liquidez**

A partir de 2001, nota-se uma mudança na política financeira da PORTO SEGURO. Pois, houve um aumento do Passivo Circulante maior que o aumento do Ativo Circulante.

5.7.2.2 Endividamento

Tabela 42: Endividamento

Contas	Endividamento							
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
PCTRT	0,71	0,73	0,81	0,56	0,77	0,76	0,79	0,76
GCPCT	0,41	0,38	0,23	0,79	0,30	0,31	0,27	0,31
CE	0,32	0,31	0,35	0,83	0,74	0,79	0,76	0,76

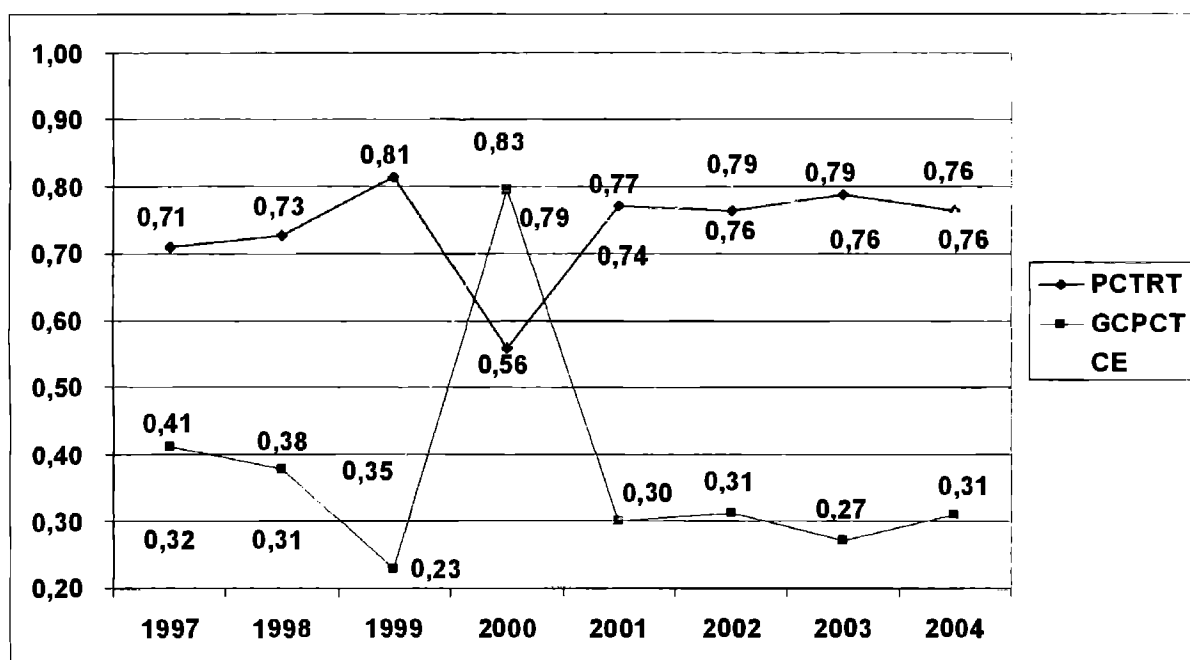


Gráfico 26: Endividamento

Na composição da dívida da PORTO SEGURO existe uma tendência da manutenção dos índices, apresentando uma variação anormal em 2000 e o aumento, a partir do mesmo ano, das dívidas a curto prazo em relação ao total de suas dívidas.

5.7.2.3 Eficiência Operacional

Tabela 43: Posicionamento de Atividade

Contas	Posicionamento de Atividade							
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
PMRV (Dias)	534	245	290	330	323	330	385	409
PMRE (Dias)	0	0	0	0	0	0	0	0
PMPF (Dias)	72	22	49	38	29	38	38	35
PA	7,42	11,14	5,92	8,68	11,14	8,68	10,13	11,69

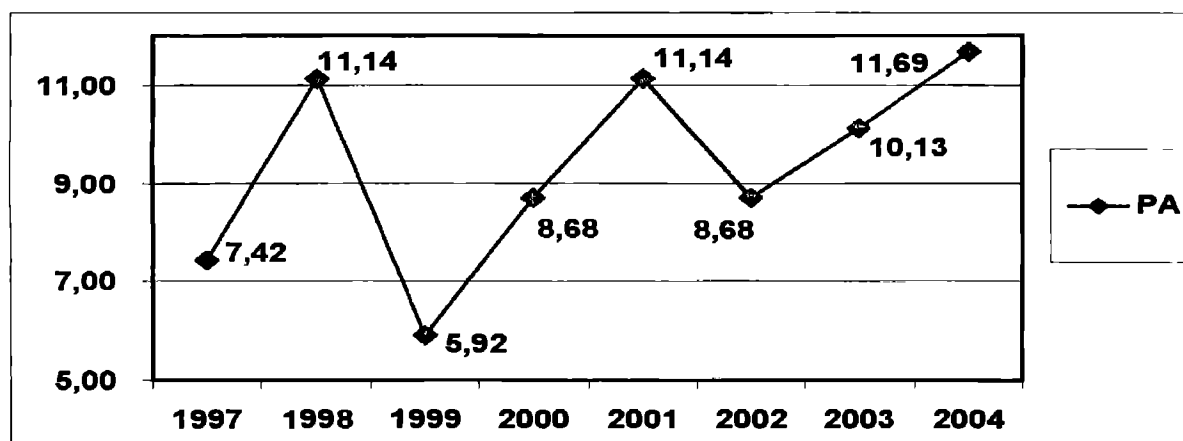


Gráfico 27: Posicionamento de Atividade

A PORTO SEGURO tem um aumento desproporcional entre o recebimento de suas vendas e o pagamento de fornecedores, assim aumentando posicionamento de atividade.

5.7.2.4 Rentabilidade

Tabela 44: Rentabilidade

Contas	Rentabilidade							
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
TRI	0,02	0,06	0,06	0,05	0,04	0,08	0,05	0,04
TRPL	0,10	0,22	0,25	0,21	0,19	0,21	0,21	0,16

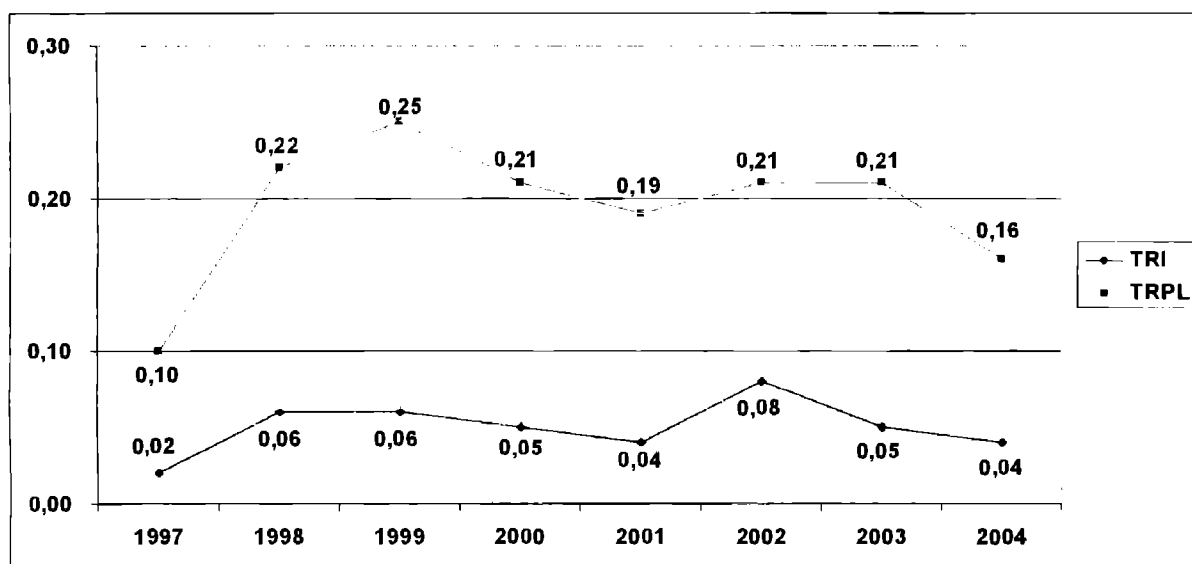


Gráfico 28: Rentabilidade

Mesmo com o aumento do prazo médio de recebimento de vendas, a PORTO SEGURO tem mantido seus níveis de lucratividade com o aumento de suas vendas.

5.8 Síntese dos Resultados

Aqui, encontra-se uma síntese dos resultados das companhias do Novo Mercado. Nota-se que a maioria dos índices das empresas melhoraram a partir de 2004 com a Governança Corporativa, menos para a SABESP e para CCR RODOVIAS, que aderiram ao Novo Mercado em 2002.

5.8.1 Liquidez

Tabela 45: Índices de Liquidez

Empresas	Índices de Liquidez											
	2002				2003				2004			
	LC	LS	LG	LI	LC	LS	LG	LI	LC	LS	LG	LI
CCR RODOVIAS	0,54	0,54	0,30	0,38	0,49	0,49	0,29	0,25	0,49	0,49	0,29	0,25
SABESP	0,77	0,76	0,29	0,20	0,67	0,66	0,27	0,16	0,59	0,57	0,31	0,05
CPFL	0,58	0,58	0,46	0,04	0,95	0,94	0,56	0,15	1,08	1,07	0,70	0,27
DASA	1,60	1,46	0,56	0,51	1,49	1,32	0,67	0,19	2,67	2,52	1,11	1,25
GRENDENE	2,50	2,00	2,06	0,91	6,62	5,15	3,25	2,19	4,77	4,04	2,81	1,81
NATURA	1,12	0,88	0,68	0,19	1,07	0,88	0,78	0,33	1,47	1,20	1,22	0,52
PORTO SEGURO	1,45	1,45	1,18	0,00	1,47	1,47	1,18	0,00	1,55	1,55	1,24	0,00

Comparando-se os índices das empresas, tem-se que todos os índices da GRENDENE são melhores que os demais, sendo seguidos pelos da DASA e da PORTO SEGURO.

5.8.2 Endividamento

Tabela 46: Endividamento

Empresas	Endividamento								
	2002			2003			2004		
	PCTRT	GCPCT	CE	PCTRT	GCPCT	CE	PCTRT	GCPCT	CE
CCR RODOVIAS	0,78	0,28	0,27	0,72	0,39	0,32	0,63	0,60	0,37
SABESP	0,56	0,80	0,23	0,54	0,85	0,19	0,53	0,90	0,24
CPFL	0,82	0,21	0,48	0,71	0,40	0,30	0,67	0,49	0,36
DASA	0,64	0,57	0,33	0,61	0,63	0,39	0,52	0,92	0,38
GRENDENE	0,39	1,54	0,81	0,25	3,02	0,49	0,30	2,36	0,59
NATURA	0,86	0,16	0,55	0,83	0,20	0,68	0,57	0,75	0,77
PORTO SEGURO	0,76	0,31	0,79	0,76	0,31	0,79	0,76	0,31	0,76

Aqui também, a GRENDENE apresenta os melhores índices. Menos no CE, onde a SABESP tem o melhor índice.

5.8.3 Eficiência Operacional

Tabela 47: Posicionamento de Atividade

Empresas	Posicionamento de Atividade		
	2002	2003	2004
CCR RODOVIAS	1,00	0,72	0,87
SABESP	12,43	8,00	9,88

Empresas	Posicionamento de Atividade		
	2002	2003	2004
CPFL	1,43	1,46	1,42
DASA	3,21	3,40	3,84
GRENDENE	9,65	12,13	12,00
NATURA	2,05	1,92	2,36
PORTO SEGURO	8,68	10,13	11,69

A CCR RODOVIAS detém os melhores índices de posicionamento, pois, por ser uma empresa de prestação de serviços rodoviários, sendo sua receita sendo composta praticamente pela cobrança de pedágios em rodovias em que tem concessão, o recebimento da receita é efetuado a vista e não possuir estoques. Caso semelhante acontece com a CPFL.

5.8.4 Rentabilidade

Tabela 48: Rentabilidade

Empresas	Rentabilidade					
	2002		2003		2004	
	TRI	TRPL	TRI	TRPL	TRI	TRPL
CCR RODOVIAS	(0,05)	(0,24)	0,08	0,29	0,09	0,24
SABESP	(0,04)	(0,09)	0,01	0,01	0,03	0,06
CPFL	(0,06)	(0,32)	(0,02)	(0,09)	0,02	0,07

Empresas	Rentabilidade					
	2002		2003		2004	
	TRI	TRPL	TRI	TRPL	TRI	TRPL
DASA	(0,10)	(0,29)	(0,02)	(0,06)	(0,04)	(0,08)
GRENDENE	0,16	0,27	0,22	0,29	0,06	0,09
NATURA	0,03	0,24	0,09	0,53	0,30	0,69
PORTO SEGURO	0,08	0,21	0,05	0,21	0,04	0,16

A GRENDENE e a NATURA apresentam os melhores índices de rentabilidade em relação ao seu Ativo Total e ao seu Patrimônio Líquido. Não sendo necessariamente a que distribui esta lucratividade para seus acionistas.

5.8.5 Valor das Ações com Governança Corporativa Diferenciada

Com o objetivo de se ter uma noção da valorização dos papéis das empresas que aderiram a Governança Corporativa, tem-se o Gráfico 29, que mostra uma comparação entre o Índice BOVESPA (IBOVESPA), que é um índice de preços de uma carteira dos papéis mais negociados na BOVESPA, e o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), que é índice de preços das ações das companhias dos dois Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e do Novo Mercado.

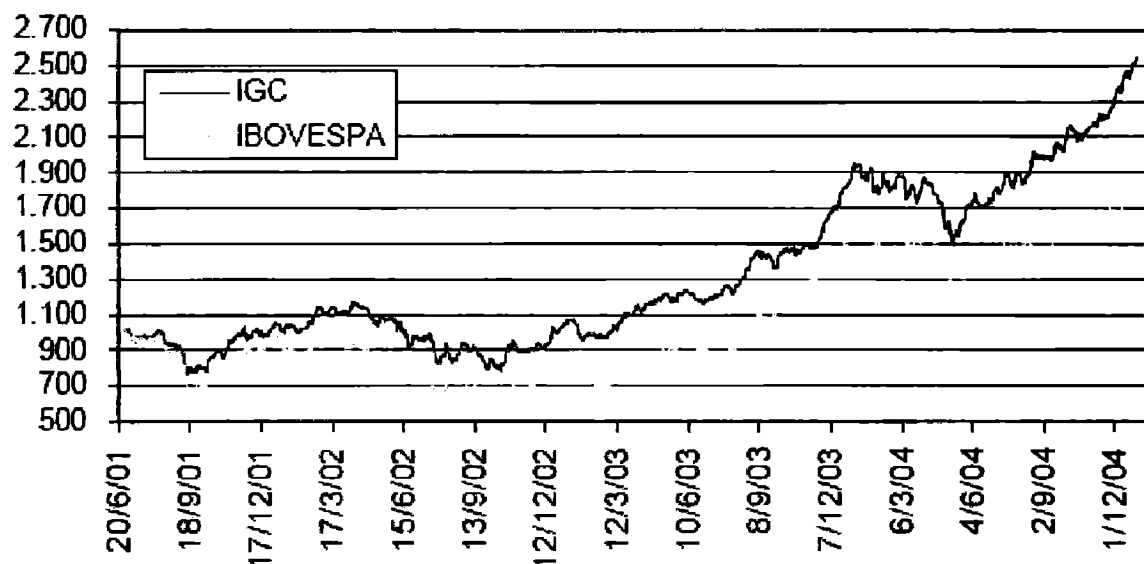


Gráfico 29: IBOVESPA x IGC

O Gráfico 29 mostra a diferença da precificação das ações pertencentes ao IBOVESPA e ao IGC, sendo que as ações do IGC podem pertencer ao IBOVESPA. Nota-se o aumento do valor médio das ações do IGC em relação ao IBOVESPA desde o início das negociações dos papéis de companhias nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Tendo o trabalho apresentado, neste capítulo, destacam-se as conclusões desta pesquisa e recomendações para futuras pesquisas e para adequações na legislação.

6.1 Conclusões

Neste trabalho, foram realizadas uma pesquisa bibliográfica e uma documental sobre a Governança Corporativa e as empresas listadas no, Nível Diferenciado de Governança Corporativa da BOVESPA, Novo Mercado até o dia 31/12/2004, analisando-se seus indicadores financeiros através de suas demonstrações contábeis.

Realizou-se um levantamento sobre as empresas, sua história, sua relação com a Governança Corporativa e sua administração.

As demonstrações financeiras disponibilizadas pelas empresas foram utilizadas como fonte de informação, sabendo-se que elas são obrigadas a divulgar conforme legislação das sociedades anônimas. Estas demonstrações são disponibilizadas através da BOVESPA pelo *software* "Sistema de divulgação Externa". Através deste programa de computador, foram coletadas todas as informações disponibilizadas pelas sociedades e se realizou uma análise de suas demonstrações contábeis.

As análises destas demonstrações financeiras foram realizadas através de indicadores financeiros de liquidez (corrente, seca, geral e imediata), endividamento (participação de capitais de terceiros sobre recursos totais, garantia do capital próprio ao capital de terceiros e composição de endividamento), eficiência operacional (prazo médio de recebimento de vendas, prazo médio de pagamento de fornecedores, prazo médio de renovação de estoques e posicionamento de atividade) e rentabilidade (taxa de retorno sobre o investimento e taxa de retorno sobre o patrimônio líquido).

Através destes indicadores financeiros verificou-se a influência da Governança Corporativa no desempenho da empresa, sendo que em 6, das 7 empresas estudadas, houve a redução de seus prejuízos e/ou o aumento de seus lucros, e isto refletindo no valor das ações e com isto gerando valor aos acionistas das companhias. Assim, verifica-se que Governança Corporativa é valor, apesar de, por si só, não criá-lo. Isto somente ocorre quando ao lado de uma boa governança tem-se também um negócio de qualidade, lucrativo e bem administrado. Neste caso, a boa governança permitirá uma administração ainda melhor, em benefício de todos os acionistas e daqueles que lidam com a empresa.

6.2 Recomendações

Considerando que todo trabalho desperta o interesse por diversos assuntos relacionados ao tema Governança Corporativa, apresentam-se algumas recomendações:

- Maior divulgação da Governança Corporativa por parte do IBGC, da CVM e BOVESPA, para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro e para aumentar a quantidade de investimento de longo prazo;
- Estudo da correlação entre a Governança Corporativa e os acionistas minoritários;
- Análise temporal maior das empresas que aderiram ao Novo Mercado da BOVESPA;
- Elaboração de um plano de implantação e manutenção da Governança Corporativa em uma empresa que pretende efetuar a abertura de seu capital e outro em uma organização que já possui papéis negociados no mercado de capitais; e,
- Criação um conjunto das medidas governamentais e institucionais para contribuir decisivamente para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, através da adequação da legislação às boas práticas de Governança Corporativa, criando um círculo virtuoso no qual a crescente proteção aos investidores os deixe mais seguros de que irão usufruir o retorno das companhias na mesma proporção dos controladores, aumentando sua disposição para pagar mais pelas ações e conseqüentemente diminuindo o custo de capital das empresas, permitindo então que as companhias utilizem cada vez mais o mercado de capitais como uma real alternativa de capitalização.

REFERÊNCIAS

1. BERLE, Adolf Jr., MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan Publishing Company, 1932.
2. BOLSA de Valores de São Paulo (BOVESPA). **Câmara de Arbitragem do Mercado**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 10 set. 2004.
3. _____. **Regulamento de Arbitragem**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 10 set. 2004.
4. _____. **Regulamento de Listagem do Novo Mercado**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 10 set. 2004.
5. CARLSSON, Rolf H. **Ownership and value creation: strategic corporate governance in the new economy**. New York: John Wiley and sons, Ltd., 2001.
6. CERVO, Armando Luiz; BERVIAN, Pedro Alcino. **Metodologia Científica**. 4. ed. São Paulo: Makron Books, 1996.
7. CHIZZOTTI, Antonio. **Pesquisa em Ciências Humanas e Sociais**. 3. ed. São Paulo: Cortez, 1998.
8. COMISSÃO de Valores Mobiliários (CVM). **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Jun. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 10 set. 2004.
9. COMISSÃO Nacional de Bolsas. **Mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2002.
10. COMPANHIA de Concessões Rodoviárias. **Relação com os Investidores**. [S. D.]. Disponível em: <<http://www.ccrnet.com.br/ccrweb/home/index.cfm>>. Acesso em: 15 mar. 2005.
11. COMPANHIA de Saneamento Básico do Estado de São Paulo. **Relação com os Investidores**. [S. D.]. Disponível em: <<http://www.sabesp.com.br>>. Acesso em: 15 mar. 2005.

12. COSTA JÚNIOR, Newton Carneiro Affonso da; LEAL, Ricardo Pereira Câmara; LEMGRUBER, Eduardo Facó. **Mercado de capitais: análise empírica do Brasil**. São Paulo: Atlas, 2000.
13. COUTINHO, Eduardo Senra. **O impacto da estrutura de propriedade no valor de mercado de empresas brasileiras**. 2003. 98 p. Dissertação (Mestrado em Mercadologia e Administração Estratégica) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/imagens/StConteudoArquivos/m20012003esc.pdf>>. Acesso em: 13 nov. 2004.
14. CPFL Energia. **Relação com os Investidores**. [S. D.]. Disponível em: <<http://www.cpfl.com.br>>. Acesso em: 16 mar. 2005.
15. DIAGNÓSTICOS da América S. A.. **Relação com os Investidores**. [S. D.]. Disponível em: <<http://www.diagnosticosdaamerica.com.br>>. Acesso em: 16 mar. 2005.
16. GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 7. ed. Tradução de Arthur Ridolfo Neto, Fábio Gallo Garcia, José Albuja Salazar e Luiz Alberto Bertucci. São Paulo: Harbra, [1997?].
17. GRENDENE S. A.. **Relação com os Investidores**. [S. D.]. Disponível em: <<http://www.grendene.com.br/www/index.aspx>>. Acesso em: 17 mar. 2005.
18. HAWLEY, James P.; WILLIAMS, Andrew P. **The rise of fiduciary capitalism – how institutional investors can make corporate America more democratic**. Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2000.
19. INSTITUTO Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). **Código das Melhores Práticas da Governança Corporativa**. São Paulo: IBGC, 2003.
20. LEAL, Ricardo, VALADARES, Sílvia, Ownership and control structure of Brazilian companies. **Unpublished Working Paper**. Disponível em <<http://www.coppead.ufrj.br/ricardoleal/publications.html>>. Acesso em: 18 out. 2004.
21. LODI, João Bosco. **Governança Corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração**. 5. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.

22. MARION, José Carlos. **Análise das Demonstrações Contábeis**: contabilidade empresarial. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
23. MATARAZZO, Dante Camine, **Análise Financeira de Balanços**: abordagem básica. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1987.
24. MCKINSEY & COMPANY, KORN/FERRY INTERNATIONAL. **Panorama de Governança Corporativa no Brasil**. São Paulo, 2001.
25. MONACO, Douglas Cláudio. **Estudo da Composição dos Conselhos de Administração e Instrumentos de Controle das Sociedades por Ações no Brasil**, São Paulo, 2000. 177 p. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.
26. NATURA Cosméticos S. A.. **Relação com os Investidores**. [S. D.]. Disponível em: < <http://www2.natura.net/web/br/src/>>. Acesso em: 17 mar. 2005.
27. PEIXE, Francine Cristina Darós. **Novo mercado**: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de Governança Corporativa. 2003. 86 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia e Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-13122003-151755/publico/NovoMercado.pdf>>. Acesso em: 13 nov. 2004.
28. PORTO Seguro S. A.. **Relação com os Investidores**. [S. D.]. Disponível em: < <http://www.portoseguro.com.br>>. Acesso em: 18 mar. 2005.
29. RAPPAPORT, Alfred. **Creating shareholder value**: a guide for managers and investors. 2. ed. New York: The free Press, 1998.
30. TORAIWA, Paula. **Governança Corporativa**: condições de financiamento e valor da empresa. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/Public/publ/monografia4/monografia1.zip>>. Acesso em: 05 mai. 2005
31. ZINGALES, Luigi. Corporate Governance. **NBER working paper**. n. 6309, 1997. Disponível em: <<http://papers.nber.org/papers/w6309.pdf>>. Acesso em: 15 fev. 2005.